

**António Augusto  
Nkano**

**A análise da divulgação de  
informação nos relatórios  
intercalares e sua relação com a  
*performance* financeira**

O caso dos relatórios semestrais das instituições  
não financeiras do PSI 20

Dissertação/Trabalho de Projeto/Relatório de Estágio  
submetida como requisito parcial para obtenção do  
grau de **Mestre em Contabilidade e Finanças**

**Júri**

*Presidente* (Prof<sup>a</sup> Adjunta, Ana Bela Teixeira,  
Instituto Politécnico de Setúbal)

*Orientador* (Prof. Adjunto, Pedro Pardal, Instituto  
Politécnico de Setúbal)

*Vogal* (Prof. Coordenador Principal, Francisco  
Carreira, Instituto Politécnico de Setúbal)

Janeiro de 2018



## Dedicatória

À minha família, sobretudo aos meus pais, Lunsiasia Nkano e Caluxa Germana, por acreditarem sempre em mim e por fazerem o possível e o impossível para garantirem a minha formação.

Aos meus professores, essencialmente, os de ensino de base: a Professora Helena, à Professora Laurinda, ao Professor Miguel Benguela, Professor Manuel de Oliveira por serem os principais responsáveis pela aprendizagem de base.

À escola Divina Providência, por acolher-me nos primeiros 12 anos de escolaridade. E, por fim, a mim, por manter-me firme e forte, pela persistência e força de vontade para vencer esta batalha que marca o início das outras que advêm.

## Agradecimentos

Já dizia Blaise Pascal que ninguém é tão ignorante que não tenha algo a ensinar e nem tão sábio que não tenha algo a aprender. Não podia deixar de fazer menção às pessoas que tiveram grande importância neste ciclo de formação:

Agradeço o meu tutor, Professor Pedro Pardal, pela paciência e dedicação ao longo do período de orientação.

Agradeço também a professora Teresa Alves, por ajudar-me a dar os primeiros passos na elaboração desta dissertação.

Agradeço igualmente ao Instituto Politécnico de Setúbal, sobretudo a Escola Superior de Ciências Empresariais, professores e funcionários em geral, por receberem-me em sua “casa” e garantir uma formação de qualidade.

Acima de tudo e todos, agradeço a Deus, todo poderoso, pela saúde e todo suporte concedido; aos meus pais, pela confiança depositada em mim; aos meus colegas de batalha: Américo Xirimimbi, Luís Vitorino, Júlio Zeferino, Santo Quibuba, Érica Gonçalves, Felisbela Costa, Isilda Ciclésia; aos meus amigos Walter de Sousa, Heliandro Mariano, João Matias e, especialmente, aos meus irmãos Edvaldo Baptista e Custódio Julião por ajudarem sempre que precisasse. Agradeço, finalmente, a minha amada parceira Leocádia Facatino, pelos anos companheirismo e amizade.

## Índice Geral

1	Introdução .....	1
2	Revisão da Literatura .....	3
2.1	A informação financeira e suas características .....	3
2.2	Divulgação da informação financeira .....	5
2.3	Divulgação da informação financeira intercalar .....	10
2.4	Índices de divulgação da informação financeira.....	15
2.5	Estudos sobre a relação entre o nível de divulgação e características das empresas.....	17
3	Metodologia .....	26
3.1	Amostra e recolha dos dados .....	26
3.2	Índice de divulgação .....	28
3.3	Caraterísticas empresariais .....	32
4	Análise e Discussão dos Resultados Obtidos .....	35
4.1	Análise da divulgação da informação financeira intercalar .....	35
4.1.1	Estrutura dos relatórios e contas intercalares .....	35
4.1.2	Nível de divulgação da informação financeira intercalar.....	36
4.1.2.1	Categoria 1 “Informações gerais” .....	36
4.1.2.2	Categoria 2 “Histórico dos resultados da empresa” .....	39
4.1.2.3	Categoria 3 “Informações não financeiras da empresa” .....	41
4.1.2.4	Categoria 4 “Projeções da empresa” .....	42
4.1.2.5	Categoria 5 “Gestão da empresa: discussão e análise” .....	44
4.1.2.6	Análise Global .....	46
4.1.3	Nível de divulgação da informação vs. Caraterísticas das empresas .....	49
4.1.3.1	Nível de divulgação da informação Intercalar vs. ROA .....	50
4.1.3.2	Nível de divulgação da informação intercalar vs. RCP.....	51

4.1.3.3 Nível de divulgação da informação intercalar vs. Nível de endividamento. ....	52
4.1.3.4 Nível de divulgação da informação intercalar vs. Dimensão da empresa.....	54
4.1.3.5 Nível de divulgação da informação intercalar vs. Nível de Internacionalização.....	56
5 Conclusões .....	59
Referências Bibliográficas.....	61

## Índice de figuras, quadros e apêndices

Figura 1: Obrigatoriedade legal da aplicação das Normas de Contabilidade .....	7
Quadro 1: Tipologia de Divulgação de informação .....	9
Quadro 2: Constituição da amostra final.....	28
Quadro 3: Composição Categoria 1 - Informações gerais da empresa .....	30
Quadro 4: Composição Categoria 2 - Histórico dos resultados da empresa .....	30
Quadro 5: Composição Categoria 3 - Informações não financeira da empresa.....	31
Quadro 6: Composição Categoria 4 - Projeções da empresa .....	31
Quadro 7: Composição Categoria 5 - Gestão da empresa: discussão e análise .....	32
Quadro 8: Frequência da divulgação dos itens - Categoria 1 "Informações gerais" ..	37
Quadro 9: IDI - Categoria 1 "Informações gerais" .....	38
Quadro 10: Frequência da divulgação dos itens - Categoria 2 "Histórico dos resultados" .....	39
Quadro 11: IDI - Categoria 2 "Histórico dos resultados" .....	40
Quadro 12: Frequência da divulgação dos itens - Categoria 3 "Informações não financeiras" .....	41
Quadro 13: IDI - Categoria 3 "Informações não Financeiras" .....	42
Quadro 14: Frequência da divulgação dos itens - Categoria 4 "Projeções da empresa" .....	43
Quadro 15: IDI - Categoria 4 "Projeções da empresa" .....	44
Quadro 16: Frequência da divulgação dos itens - Categoria 5 "Gestão da empresa: discussão e análise" .....	45
Quadro 17: IDI - Categoria 5 "Gestão da empresa: discussão e análise" .....	46
Quadro 18: IDI por categoria de informação .....	47
Quadro 19: IDI global por cada empresa .....	48
Quadro 20: IDI - Setor de atividade .....	48
Quadro 21: IDI por grupos de empresas .....	49
Quadro 22: IDI vs. ROA .....	50
Quadro 23: IDI vs. ROA - Grupos de divulgação.....	50
Quadro 24: IDI vs. RCP.....	51

Quadro 25: IDI vs. RCP - Grupos de divulgação .....	52
Quadro 26: IDI vs. Nível de Endividamento .....	53
Quadro 27: IDI vs. Nível de Endividamento - Grupos de divulgação .....	53
Quadro 28: IDI vs. Dimensão da empresa .....	55
Quadro 29: IDI vs. Dimensão da empresa - Grupos de divulgação.....	55
Quadro 30: IDI vs. Internacionalização .....	57
Quadro 31: IDI vs. Internacionalização - Grupos de divulgação.....	57
Apêndice 1: Índice de Divulgação de informação .....	65
Apêndice 2: Síntese da Estrutura dos Relatórios e Contas - 1º semestre 2015.....	66
Apêndice 3: Síntese da Estrutura dos Relatórios e Contas - 1º semestre 2015 (continuação) .....	67
Apêndice 4: Análise da divulgação – Categoria 1 .....	68
Apêndice 5: Análise da divulgação - Categoria 2.....	69
Apêndice 6: Análise da divulgação – Categoria 3 .....	70
Apêndice 7: Análise da divulgação - Categoria 4.....	71
Apêndice 8: Análise da divulgação - Categoria 5.....	72
Apêndice 9: Dados necessários para o cálculo dos indicadores, expressos em milhares de euros.....	72



## Lista de Siglas e Abreviaturas

CP – Capital Próprio

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CVM – Código dos Valores Mobiliários

DF – Demonstração Financeira

FASB – Financial Accounting Standard Board

IAS – International Accounting Board

IASB – International Accounting Standard Board

ID – Índice de Divulgação

IDI – Índice de Divulgação da Informação Intercalar

ROA – Rendibilidade Operacional dos Ativos

RCP – Rendibilidade dos Capitais Próprios

VN – Volume de Negócios

VNI – Volume de Negócios Internacional

## Resumo

A divulgação da informação financeira é um fator chave para a tomada de decisão dos diferentes *stakeholders*, sendo de importância acrescida em empresas cotadas. Desta forma, diferentes entidades reguladoras têm exigido, que as empresas relatarem a sua atividade de forma mais tempestiva junto dos investidores e ao público em geral. Neste âmbito, o presente estudo tem como principal objetivo avaliar o nível de divulgação da informação financeira intercalar e analisar a possível relação com um conjunto de indicadores, essencialmente ao nível da *performance* financeira (rendibilidade dos ativos, rendibilidade dos capitais próprios, nível de endividamento, grau de internacionalização e dimensão da empresa). Efetuou-se uma análise de conteúdo aos relatórios e contas semestrais das empresas cotadas no PSI 20 no ano de 2015 e adaptou-se o índice de Santos e Martins (2016) para avaliar o nível de divulgação de informação. Os resultados obtidos apontam que as empresas estudadas possuem, em média, um nível de divulgação de 39,67% e as mesmas atribuem mais importância à divulgação de informações relacionadas com a categoria 2 “Histórico dos resultados”, categoria 1 “Informações gerais” e categoria 5 “gestão da empresa: discussão e análise” (71,11%, 46,06% e 42,67%, respetivamente). Enquanto que, os CTT e a Teixeira Duarte apresentam os maiores índices de divulgação intercalar (IDI) (63,41% e 56,10%, respetivamente), liderando o grupo de empresas do “nível 1”, a EDP Renováveis e a Impresa possuem o nível mais reduzido (17,07% e 14,63%, respetivamente). Adicionalmente, constatou-se que as empresas com um IDI acima da média, “nível 1”, possuem, em média, uma maior rendibilidade dos capitais próprios, nível de endividamento (incluindo a ótica do passivo remunerado) e uma dimensão superior, do que as empresas com menor divulgação (“nível 2”).

Palavras chaves: Divulgação da informação financeira; relatórios e contas intercalares; PSI 20; indicadores de *performance* financeira.

## Abstract

The disclosure of financial information is a key factor for the decision-making of the different stakeholders, being of major importance for listed companies. In this way, different regulatory entities have demanded that companies report their activity more timely to investors and the public. In this context, the main objective of this study is to evaluate the level of disclosure of interim financial information and to analyze the possible relationship with a set of indicators, mainly in terms of financial performance (return on assets, return on equity, level of indebtedness, degree of internationalization and company size). We perform a content analysis to the semi-annual reports of companies listed in the PSI 20, in the year 2015, and adapting Santos and Martins (2016) disclosure index, we evaluate the level of disclosed information. The obtained results, indicate that companies have, on average, a level of disclosure of 39,67% and they attach greater importance to the disclosure of information related to category 2 "History of results", category 1 "General information" and category 5 "Management of the company: discussion and analysis" (71.11%, 46.06% and 42.67%, respectively). While CTT and Teixeira Duarte have the highest indices of interim disclosure (IDI) (63.41% and 56.10%, respectively), leading the "level 1" group of companies, EDPR and Impresa have the lowest level (17.07% and 14.63%, respectively). In addition, it was found that companies with an above-average IDI, "level 1", have, on average, a higher return on equity, a higher level of indebtedness (including the perspective of remunerated liabilities) and a larger size, than the companies with less disclosures ("level 2").

Keywords: Disclosure of financial information; interim reports; PSI 20; indicators of financial performance.

## Prefácio

“Por vezes sentimos que aquilo que fazemos não é senão uma gota de água no mar.  
Mas o mar seria menor se lhe faltasse uma gota”  
Madre Teresa de Calcutá

## 1 Introdução

A divulgação da informação financeira constitui-se como um fator preponderante na tomada de decisão dos utilizadores internos ou externos, aquando da sua interação com as instituições. Relativamente às empresas cotadas em bolsa, estas possuem, particularmente, uma responsabilidade de divulgação cada vez mais acrescida, aumentando a necessidade de se apresentarem e relatarem as suas ações de forma mais tempestiva junto dos investidores e ao público em geral.

Em Portugal, o código das sociedades comerciais (CSC), nos artigos 65.º e 66.º prevê a obrigatoriedade das empresas em geral relatarem à gestão. Porém, as entidades emitentes de ações e de valores mobiliários, reguladas pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), são obrigadas a seguirem as normas internacionais de contabilidade, que por sua vez refere o conjunto de demonstrações financeiras a divulgar e definem os conteúdos mínimos para os relatórios financeiros intercalares. O código dos valores mobiliários (CVM) refere também que as entidades devem, nos seus relatórios de gestão intercalar, fazer uma indicação dos acontecimentos importantes que tenham ocorrido no período a que se refere e o impacto nas respetivas demonstrações financeiras, bem como uma descrição dos principais riscos e incertezas para os seis meses seguintes.

Por existir um grau de liberdade na estruturação desta informação, permite aos gestores usarem o seu poder discricionário, o que aproxima esta divulgação a outras de cariz voluntário. Assim, a sua divulgação depende essencialmente da ética e responsabilidade social das empresas na medida em que enquanto alguns gestores acreditam que uma maior divulgação da informação é suscetível de aumentar a credibilidade da sua empresa para os investidores, outros garantem que uma exposição demasiada poderá colocar em causa as suas estratégias competitivas.

Neste sentido, o presente estudo tem como objetivo avaliar o nível de divulgação da informação financeira intercalar e analisar a sua relação com determinadas características das empresas. Para o efeito, pretende-se, por via da análise de conteúdo aos relatórios e contas afetos ao primeiro semestre de 2015, analisar o nível de divulgação da informação intercalar das instituições não financeiras cotadas no índice PSI 20 e verificar uma possível relação entre o nível de divulgação e determinadas características como a rendibilidade dos ativos, rendibilidade dos capitais próprios, nível de endividamento, dimensão das empresas e seu nível de internacionalização.

De modo a atingir o objetivo pretendido, é efetuada, no segundo ponto, uma revisão da literatura pertinente ao trabalho. No terceiro ponto apresenta-se a metodologia adotada, a amostra definida, o índice adotado e a forma de mensuração dos determinantes da divulgação da informação a aplicar-se. Segue-se no quarto ponto a análise e discussão dos resultados obtidos e, por fim, no quinto ponto, efetua-se uma conclusão genérica do trabalho, evidenciando também algumas das suas limitações e linhas de investigações futuras.

## 2 Revisão da Literatura

### 2.1 A informação financeira e suas características

A informação, por si só, assume uma elevada importância para qualquer setor de atividade humana, independente de ser de carácter social, económico, jurídico ou até mesmo religioso. No setor empresarial a informação tornou-se uma necessidade crescente uma vez que os “agentes económicos obtêm e combinam fatores de produção, fatores materiais e humanos para produzir e vender bens ou serviços em um mercado a outros agentes e aos consumidores finais” (Silva e Silva, 2001, p.21).

A informação financeira constitui-se, também, um elemento determinante no processo de tomada de decisão e, conseqüentemente, um fator essencial e indispensável para o funcionamento eficaz dos mercados na medida em que “a qualidade das decisões está fortemente dependente da qualidade da informação” (Alves, 2002, citado por Serrasqueiro e Nunes, 2004, p.3).

De acordo com Healy e Palepu (1993), apesar da informação financeira ser um mecanismo potencialmente útil para os gestores comunicarem com investidores externos tratar-se-á de um processo imperfeito quando ou se se verificar que, em relação aos investidores: os gerentes têm informações superiores sobre as estratégias e operações de negócios de suas empresas; os incentivos dos gestores não estão perfeitamente alinhados com os interesses de todos os acionistas e as regras contabilísticas e a auditoria são imperfeitas. Neste sentido, o objetivo da informação financeira, tendo em conta a estrutura conceptual<sup>1</sup> do IASB (*International Accounting Standard Board*), é o de proporcionar informação acerca da posição financeira, do desempenho financeiro e dos fluxos de caixa de uma entidade que seja útil à um conjunto de utilizadores na tomada de decisões económicas.

---

<sup>1</sup> Conceptual Framework for Financial Reporting (2010).

Em tese, a qualidade da informação financeira divulgada nas demonstrações financeiras deve atender a um conjunto de características que a torne útil para os utilizadores. Desta feita, o IASB destaca a relevância e a fiabilidade como características fundamentais da qualidade da informação financeira, sendo a comparabilidade, compreensibilidade e a tempestividade, outras das características qualitativas a ter em conta, as quais se descrevem de seguida:

### Relevância

A relevância da informação revela o impacto que esta possui na tomada de decisões. O conceito de materialidade está associado à esta qualidade, pelo que a informação será materialmente relevante se a sua omissão ou erro forem suscetíveis de influenciar a tomada de decisões dos seus utentes.

### Fiabilidade

Uma informação para ser útil tem de ser fiável, isto é, estar isenta de erros materiais e de preconceitos. Para ser fiável, a informação deve: representar fidedignamente as transações e outros acontecimentos de que resultem ativos, passivos e capital próprio da entidade na data do relato que satisfaçam os critérios de reconhecimento; ser contabilizada e apresentada de acordo com a sua substância e realidade económica e não meramente com a sua forma legal; tem de ser neutra, isto é, livre de preconceitos; tem de incluir um certo grau de precaução nas estimativas necessárias em condições de incerteza, de forma que os ativos ou os rendimentos não sejam sobreavaliados e os passivos ou os gastos não sejam subavaliados; ser completa dentro dos limites de materialidade e de custo.

Dito de outro modo, a informação para ser fiável deverá revestir-se de representação fidedigna, substância sobre a forma, neutralidade, prudência e plenitude.

### Comparabilidade

A informação para ser útil deve ser comparável, devendo as empresas adotarem políticas contabilísticas com certa consistência para que os utentes possam comparar a posição financeira, o desempenho e as alterações na posição financeira de uma entidade ao longo do tempo.



### Compreensibilidade

A informação de modo a ser útil para os utilizadores deve ser compreensível, permitindo-os ter um conhecimento da verdadeira situação da atividade da empresa. Daí que a informação acerca de matérias complexas não deve ser excluída meramente com o fundamento de que ela possa ser demasiado difícil para a compreensão de certos utentes, uma vez que se presume que exista um prévio conhecimento dos mesmos acerca da atividade empresarial da empresa.

### Tempestividade

Para que a informação financeira seja capaz de influenciar positivamente a decisão, deve estar disponível para os utilizadores em tempo útil. Esta característica qualitativa eleva a importância da informação prestada nos relatórios intercalares, que representa o nosso objeto de estudo.

De modo geral, a informação financeira será útil se a sua omissão ou imprecisão for suscetível de influenciar as decisões económicas tomadas pelos utilizadores da informação, ou seja, ser capaz de alterar crenças e perceções e ter que ser disponibilizada de maneira estruturada dentro de um esquema de planeamento contabilístico, tal como afirma Silva e Silva (2011).

## **2.2 Divulgação da informação financeira**

A atual volatilidade da informação é resultado da celeridade com que se processam as transações nos mercados e a utilidade da mesma está intimamente relacionada com a forma como é divulgada. De acordo com Santos e Martins (2016), o conceito de divulgação está relacionado com o de transparência visto que se trata de informação relevante e confiável sobre a *performance* financeira, a posição financeira e suas alterações neste campo. Considera-se, assim, que uma empresa com maiores e melhores níveis de divulgação tenderá a ser uma empresa mais transparente.

O FASB (*Financial Accounting Standard Board*), ao se debruçar sobre esta temática, no seu relatório sobre *Insights into Enhancing Voluntary Disclosures* define a divulgação de informação como a “divulgação deliberada de informação da empresa para o mercado, seja quantitativa ou qualitativa, requerida ou voluntária, via canais formais ou informais” (FASB, 2001).

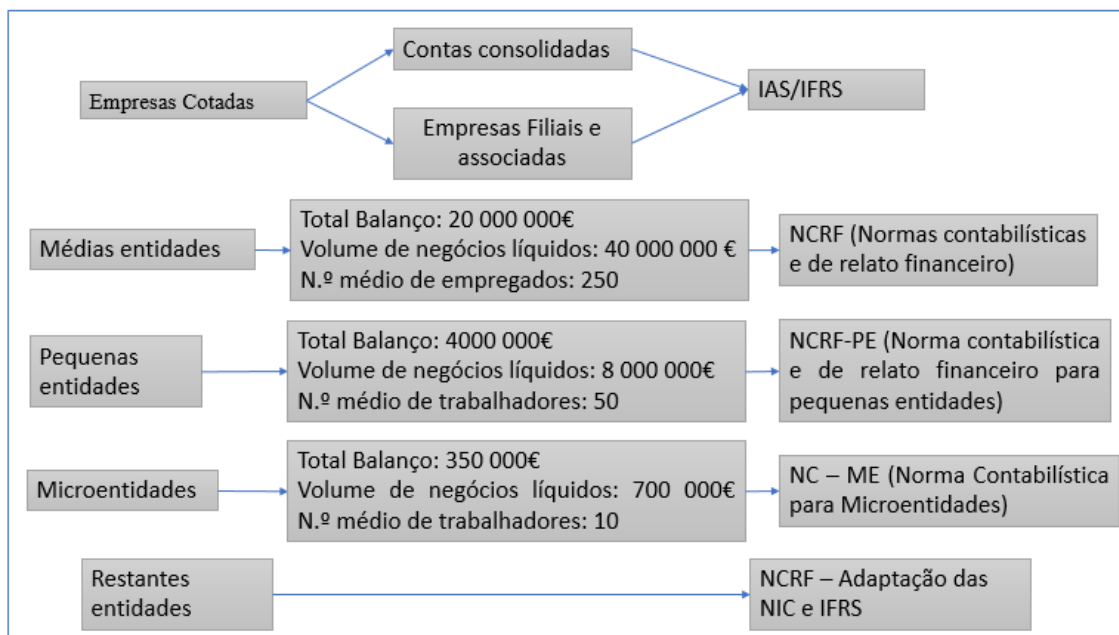
Fu *et al.* (2012) referem que os relatórios financeiros de uma empresa recebem, no conjunto, um grau de proeminência e atenção substancialmente maior do que outras divulgações. Os autores reforçam ainda que esta supremacia atribuída aos relatórios financeiros está diretamente relacionada ao facto das empresas divulgarem informações financeiras e não financeiras, pelo que as primeiras são normalmente de carácter obrigatório.

Ora, em Portugal, a obrigatoriedade de relatar a gestão e apresentar as contas está previsto no artigo 65.º do CSC e refere que “os membros da administração devem elaborar e submeter aos órgãos competentes da sociedade o relatório de gestão, as contas do exercício e demais documentos de prestação de contas previstos na lei, relativos a cada exercício anual” que compreendem um balanço, uma demonstração dos resultados, uma demonstração dos fluxos de caixa, uma demonstração das alterações no capital próprio e um anexo incluindo as políticas contabilísticas adotadas e notas explicativas. Este conjunto de demonstrações financeiras está igualmente contemplado na IAS (*International Accounting Standard*) 1 de 2007. Quanto ao relatório de gestão, o artigo 66.º do CSC determina que o mesmo contenha, ao menos, “uma exposição fiel e clara da evolução dos negócios, do desempenho e da posição da sociedade, bem como uma descrição dos principais riscos e incertezas com que se defronta”.

Relativamente às sociedades ou entidades emitentes de ações e de valores mobiliários representativos de dívidas, que é o caso das empresas objeto do presente estudo, a CMVM, organismo que supervisiona e regula os mercados de instrumentos financeiros e os agentes que neles atuam, determina que estas entidades deverão cumprir as normas internacionais de contabilidade.

A obrigatoriedade legal da aplicação das normas internacionais de contabilidade difere entre as categorias de entidades. O artigo 9º. do Decreto-Lei 98/2015 de 2 de junho, estabelece os atuais critérios de classificação das empresas, os quais estão expressos na figura 1, que representa uma adaptação do esquema elaborado por Neves (2012).

Figura 1: Obrigatoriedade legal da aplicação das Normas de Contabilidade



Fonte: Adaptado de Neves (2012).

No campo das categorias de entidades, consideram-se grandes entidades aquelas cujos limites ultrapassem dois dos três estabelecidos para as médias entidades:

- Total do balanço: 20.000.000€
- Volume de negócios líquidos: 40.000.000€
- Número médio de empregados durante o período: 250

A divulgação da informação, como referido anteriormente, poder ser obrigatória ou voluntária. Esta última difere, essencialmente, da primeira pela inexistência de qualquer obrigatoriedade na sua divulgação ou de organismos reguladores que requeiram a divulgação das mesmas.

O FASB (2001), inferiu que os potenciais benefícios da divulgação voluntária de informação, para as empresas e seus proprietários, estão relacionados com fatores ligados a um menor custo médio do capital, um aumento da credibilidade e melhoria das relações com os investidores, o acesso a mercados mais líquidos com menores variações de preço entre transações, a probabilidade de realização de melhores decisões de investimento, e, finalmente, com o menor perigo de litigação relacionada com divulgação inadequada de informação. Healy e Palepu (1993) reforçam que a divulgação voluntária é uma das formas das entidades melhorarem a credibilidade dos seus relatórios financeiros, uma vez que estas divulgações podem incluir a articulação da estratégia de longo prazo da empresa, a especificação de indicadores não financeiros relevantes para julgar a eficácia da implementação da estratégia e a discussão da relação entre os principais indicadores e os lucros futuros.

Do mesmo modo, o FASB (2001) afirma ainda no seu relatório que a divulgação voluntária de informação acarreta também custos para as empresas como:

- desvantagens competitivas derivadas da divulgação de informação;
- desvantagens na negociação com fornecedores, clientes e empregados; e
- litigação por informação inadequada.

Igualmente, Healy e Palepu (1993) referem que a divulgação de informações sobre estratégias e suas consequências económicas esperadas podem prejudicar a posição competitiva das empresas. Estas, perante a decisão de divulgação, podem equacionar a prestação de mais informações, mostrando-se de forma positiva para o mercado ou reter essa informação evitando custos de competitividade (Pardal, 2017).

A divulgação voluntária da informação possui também vantagens e desvantagens para a economia global. Por um lado, o FASB aponta como vantagens: a alocação de capital mais eficiente; impulsiona o investimento a um menor custo de capital; mercados de capitais mais líquidos. Por outro lado, apresenta como pontos negativos da divulgação voluntária de informação para a economia: custos de desenvolver, apresentar, perceber e analisar a informação e quebra do crescimento atribuída à inadequada divulgação de informação.

O quadro seguinte evidencia as principais diferenças entre a informação voluntária e a informação obrigatória, de acordo com a análise de Tian e Chen (2009).

Quadro 1: Tipologia de Divulgação de informação

Itens	Divulgação voluntária	Divulgação obrigatória
Definição	Exceto a divulgação compulsória, compreende as informações divulgadas pelas empresas cotadas por razões de imagem corporativa, relacionamento com investidores e para evitar riscos de litígios.	As informações que devem ser divulgadas de acordo com os normativos contabilísticos, código de valores mobiliários e regulamentos das agências reguladoras.
Motivo	Comunicação de informação de interesse próprio entre empresas cotadas e outras partes relacionadas.	Uso de leis e regulamentos para ajustar a comunicação de informações entre empresas cotadas e outras partes interessadas.
Conteúdo	Estratégias futuras das empresas, planos de I&D, informações previsionais, informações sobre fusões e aquisições, análise de projetos de investimento e análise de informações financeiras, etc.	Introdução das empresas, informações financeiras básicas, informações sobre o conselho de administração e os principais gestores, transações vitais relacionadas, notas explicativas para itens importantes.
Formato	Relatórios anuais, anúncio público, folhetos, <i>website</i> , <i>road show</i> , etc.	Relatórios anuais, relatório intercalar e relatório de época.
Tempo	No tempo certo.	Tempo fixo em um ano ou numa determinada época.
Mecanismo de equilíbrio	Conceção e eficácia do mecanismo de governança corporativa.	Regulamentos e execução das leis.
Razão da divulgação	Globalização económica e do mercado de capitais.	Diminuição do monopólio que as empresas têm sobre a sua própria informação.

Fonte: Adaptado de Tian e Chen (2009)

### 2.3 Divulgação da informação financeira intercalar

De acordo com Grigoras–Ichim e Morosan–Danilă (2015) o objetivo da informação financeira intercalar é fornecer informações que auxiliem os utilizadores na tomada de decisões económicas, na medida em que se espera que o relatório intercalar forneça informações específicas sobre a posição financeira, o desempenho e as alterações na posição financeira de uma empresa. Estes autores consideram, também, que o relato financeiro intercalar pode garantir aos utilizadores, informações significativas sobre as direções de desenvolvimento de negócios e informações sobre a sazonalidade de algumas atividades, permitindo que este seja capaz de projetar o desempenho da empresa em um futuro próximo. Doinea (2008) refere ainda que o papel do relato financeiro intercalar consiste em permitir que os utilizadores da informação reconheçam a atividade de uma entidade em um período mais curto do que o exercício financeiro (período intercalar), da perspetiva dos lucros disponíveis e fluxos de caixa gerados, bem como do ponto de vista de sua posição financeira e liquidez.

A IAS 34 – Relatório Financeiro Intercalar<sup>2</sup>, na definição dos seus objetivos, declara que a “tempestividade e fiabilidade do relato financeiro intercalar melhora a capacidade dos investidores, credores e de outros para compreender a capacidade de uma empresa gerar resultados e fluxos de caixa e a sua situação financeira e liquidez.”

Mensah e Werner (2008) afirmam que o relato financeiro intercalar, além de ter influências significativas no processo de tomada de decisão, por via de permitir melhores previsões, possui também influências nas reações dos mercados de capitais. Nesta linha de pensamento, Butler *et al.* (2007), ao debruçaram-se sobre esta temática, complementam dizendo que a variação transversal na frequência de relatórios financeiros é uma resposta de equilíbrio às diferenças na procura de informações contabilísticas do mercado e que essa procura é moldada por características específicas das empresas e pela disponibilidade de alternativas de informação de baixo custo.

---

<sup>2</sup> IAS 34 – Interim Financial Reporting (1998)

O relato financeiro intercalar, por si só, embora acarrete benefícios, possui também as suas limitações. Grigoras-Ichim e Morosan-Danilă (2015) reforçam que, por um lado a informação financeira intercalar pode ajudar a aumentar o desempenho económico da entidade, quer por via da redução de custos desnecessários ou por via do aumento da comunicação e da transparência com terceiros, permitindo que a gestão de uma empresa aja antecipadamente de modo a neutralizar os efeitos negativos sobre a atividade da entidade ou evite possíveis falhas comerciais ou de produção. E, por outro lado, referem que o relato financeiro intercalar apresenta também limitações, uma vez que:

- “Ao mesmo tempo em que reduz o período de relato, pode aumentar o impacto dos erros na estimação e alocação.
  - A correta afetação dos custos operacionais anuais constitui uma preocupação significativa para a prestação de informações precisas;
  - Variações ocorridas nas fiscalidade e mudanças nas taxas de juros levam a situações onde a determinação do imposto sobre o rendimento intercalar é muito difícil de alcançar;
  - Há uma série de despesas operacionais que são incorridas e registadas num período e os benefícios delas decorrentes aparecerem mais tarde; e
  - Os efeitos dos mercados de variações sazonais, por sua vez, podem reduzir a confiabilidade e a comparabilidade das demonstrações financeiras intercalares.”
- (Grigoras-Ichim & Morosan-Danilă, 2015, p. 183).

Em Portugal, a divulgação da informação financeira intercalar, ou seja, o relato financeiro intercalar aplica-se às empresas cujos títulos sejam publicamente negociados e consequentemente reguladas pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM). Este organismo estabelece um conjunto de regras em relação à divulgação da informação intercalar, isto é, informação de carácter semestral e ou trimestral.

No que diz respeito à informação semestral, o Código de Valores Mobiliários (CVM), no seu art.º 246.º, menciona que as entidades emitentes de ações e títulos de dívida devem divulgar, até dois meses após o termo do 1.º semestre do exercício, relativamente à atividade desse período, e manter à disposição do público por cinco anos:

- “As demonstrações financeiras condensadas;
- Um relatório de gestão intercalar, contendo uma indicação dos acontecimentos importantes que tenham ocorrido no período a que se refere e o impacto nas respetivas demonstrações financeiras, bem como uma descrição dos principais riscos e incertezas para os seis meses seguintes;
- Declarações de cada uma das pessoas responsáveis do emitente, cujos nomes e funções devem ser claramente indicados, onde afirmem que, tanto quanto é do seu conhecimento, a informação foi elaborada em conformidade com as normas contabilísticas aplicáveis, dando uma imagem verdadeira e apropriada do ativo e do passivo, da situação financeira e dos resultados do emitente e das empresas incluídas no perímetro da consolidação, quando for o caso, e que o relatório de gestão intercalar expõe fielmente as informações exigidas”.

Além destes documentos, o art.º 9.º do regulamento da CMVM n.º 5/2008 declara que a informação semestral deve incluir uma indicação do número de valores mobiliários emitidos pela sociedade e por sociedades com as quais esteja em relação de domínio ou de grupo detidos por titulares dos órgãos sociais e todas as aquisições, onerações ou transmissões durante o período considerado; os elementos mínimos previstos na IAS 34 (1998) e a lista dos titulares de participações qualificadas, com indicação do número de ações detidas e percentagem de direitos de voto correspondentes.

De modo adicional, o art.º 246.º-A do CVM dispõe que a prestação de informação trimestral é obrigatória para as sociedades de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado que, durante dois anos consecutivos, ultrapassem dois dos seguintes limites:

- Total do balanço: (euro) 100 000 000;
- Total das vendas líquidas e outros proveitos: (euro) 150 000 000;
- Número de trabalhadores empregados em média durante o exercício: 150.



Para além do exigido pelo n.º 1 do art.º 246.º-A do CVM, o art.º 10.º do regulamento da CMVM n.º 5/2008 determina que as empresas devem divulgar, até dois meses contados após o termo do 1.º, 3.º e, se for o caso, 5.º trimestre de cada exercício contabilístico a que se reporte, informação com os elementos mínimos previstos na IAS 34, o que implica dizer que as mesmas devem elaborar as suas demonstrações financeiras de acordo com as normas internacionais de contabilidade aplicáveis aos relatórios e contas intercalares.

A IAS 34 foi publicada em fevereiro de 1998 e entrou em vigor em 1 de janeiro de 1999 e tem como objetivo prescrever o conteúdo mínimo de um relatório financeiro intercalar bem como os princípios de reconhecimento e de mensuração em demonstrações financeiras completas ou condensadas para um período intercalar. De modo a evitar diferentes interpretações das noções de relatório financeiro intercalar e de período intercalar, o parágrafo 4 da norma define estes conceitos da seguinte forma:

**Relatório financeiro intercalar** significa um relatório financeiro contendo quer um conjunto completo de demonstrações financeiras (como descrito na IAS 1, Apresentação de Demonstrações Financeiras)<sup>3</sup> ou um conjunto de demonstrações financeiras condensadas para um período intercalar”; e

**Período intercalar**, um período de relato financeiro mais curto do que um ano financeiro completo”.

---

<sup>3</sup> Para todos os efeitos, “se uma empresa publicar um conjunto completo de demonstrações financeiras no seu relatório financeiro intercalar, a forma e conteúdo dessas demonstrações devem conformar-se com os requisitos da IAS 1 (*Financial Statements Presentation*) relativos a um conjunto completo de demonstrações financeiras” (IAS 34, 1998).

Neste sentido, o relato financeiro intercalar, ou representa um conjunto completo de demonstrações financeiras, ou no mínimo deve conter os componentes descritos no parágrafo 8:

- Um balanço condensado;
- Uma demonstração dos resultados condensada;
- Uma demonstração condensada que mostre as alterações no capital próprio;
- Uma demonstração de fluxos de caixa condensada; e
- Notas explicativas selecionadas.

Relativamente às políticas contabilísticas a adotar na elaboração das demonstrações financeiras intercalares, estas devem estar em conformidade com as políticas aplicadas às demonstrações financeiras anuais exceto quanto a alterações de políticas contabilísticas feitas após a data das mais recentes demonstrações financeiras anuais que devam ser refletidas nas próximas demonstrações financeiras anuais pelo que, a frequência do relato de uma empresa (anual, semestral ou trimestral) não deverá afetar a mensuração dos seus resultados anuais.

Em conclusão, um relatório financeiro intercalar pode ser entendido como um documento que relata a posição financeira de uma entidade e suas alterações, contendo um conjunto completo ou condensado de demonstrações financeiras, por um período inferior ao ano económico. A informação financeira intercalar constitui-se bastante útil para os utilizadores, atendendo que permite que estes possuam uma melhor compreensão da evolução do desempenho de uma entidade e da capacidade da mesma gerar benefícios e fluxos de caixa, bem como a sua posição financeira e liquidez. Para além desta informação obrigatória, a utilidade do relatório intercalar, como anteriormente referido, assenta também na qualidade de informação de gestão que deve ser incluída na divulgação. Contudo, a informação de gestão que é referida no artigo 246.º do CVM não é apresentada em grande detalhe, deixando aos gestores o poder discricionário no nível de divulgação a apresentar. A análise destes níveis de divulgação será um dos objetivos do estudo empírico.

## 2.4 Índices de divulgação da informação financeira

A qualidade da divulgação da informação financeira tem sido alvo de diversos estudos. Apesar de não se constituir uma variável diretamente observável, a maior parte da literatura recorre a um índice de divulgação que reflita as informações que, no ponto de vista dos autores, se espera que estejam evidenciadas nos relatórios e contas das empresas. Sendo assim, importa destacar alguns estudos que elaboraram modelos de índice de divulgação:

Botosan (1997) usou um índice de divulgação baseado na quantidade de divulgação voluntária prevista nos relatórios anuais de 1990 de uma amostra de 122 empresas industriais. A seleção de itens incluídos no índice foi orientada pelas recomendações fornecidas no relatório do Comité de Jenkins da *American Institute of Certified Public Accountants* (1994), a *Stanford Research Institute International* (1987), o *Canadian Institute of Chartered Accountants* (1991) e refletia cinco categorias de informação: informação sobre a empresa; resumo dos resultados históricos; estatísticas chaves não financeiras; informação projetada; discussão e análise de gestão.

Hail (2002), no seu estudo sobre a relação entre a qualidade da divulgação e o custo do capital próprio das instituições não financeiras suíças, desenvolveu um índice de divulgação onde constavam as categorias de informação relacionadas com: informação da empresa e informação não financeira; análise de tendências; discussão e análise de gestão; risco e informação projetada. Já Francis *et al.* (2005), calcularam o nível de divulgação da informação para as empresas da amostra a partir dos anos fiscais de 1991 e 1993 do CIFAR (*Center for International Financial Analysis and Research* 1993). O CIFAR criou pontuações de divulgação que incluía 90 itens distribuídos em sete categorias seguintes: informações gerais (8 itens); demonstração de resultados (11 itens); balanço (14 itens); demonstração de fluxo de caixa (5 itens); divulgação das políticas contabilísticas (20 itens); informações sobre os acionistas (20 itens) e outras informações suplementares (12 itens).

Alencar e Lopes (2005) ao analisarem o nível de divulgação das empresas cotadas no mercado brasileiro, construíram um índice baseado nas seguintes categorias: informação geral sobre a empresa; relações entre funcionários e gestores; informação não financeira sobre mercados, vendas e produtos; previsões; discussão e análise sobre dados financeiros e outras informações.

Em Portugal, Branco e Góis (2013), no estudo sobre a importância e os determinantes da divulgação da informação no mercado bolsista português, construíram um índice de divulgação que se baseou, principalmente, nas recomendações do FASB (2001), do IASB (2005) e da CMVM (2010) bem como nos índices de divulgação construídos por Botosan (1997), Francis *et al.* (2008) e Sousa (2009), pelo que, continha um total de 52 itens classificados em sete categorias: enquadramento do negócio, objetivos e estratégia (7 itens); resultados e informação projetada (7 itens); posição financeira (4 itens); a gestão e os acionistas (12 itens); outras informações não financeiras (12 itens); informação sobre ativos intangíveis (5 itens) e, por fim, informação sobre a sustentabilidade empresarial (5 itens).

Ainda no mercado português, Santos e Martins (2016), no estudo sobre a divulgação de informação e o custo de capital nas empresas portuguesas cotadas, analisaram a relação existente entre a divulgação de informação e o custo do capital próprio com base nos relatórios e contas anuais de 21 empresas portuguesas cotadas no PSI 20, para período de 2008 a 2012. Criaram um índice de divulgação de informação que continha 41 perguntas, divididas em 5 categorias: informações gerais; histórico dos resultados da empresa; informações não financeiras da empresa; projeções da empresa; discussão e análise da gestão da empresa. Importa mencionar que este índice foi criado tendo por base o índice desenvolvido por Botosan (1997) e Francis *et al.*, (2005) e baseou-se, também, nas recomendações do FASB (2001) e da CMVM (2010), sendo feitas as adaptações adequadas ao mercado bolsista português.

## 2.5 Estudos sobre a relação entre o nível de divulgação e características das empresas

São diversos os estudos desenvolvidos, a nível internacional, que tiveram como fonte de informação os relatórios e contas anuais ou intercalares das empresas com o intuito de analisar a relação existente entre o nível de divulgação e determinadas características dessas entidades. Podemos encontrar, nos diferentes estudos, níveis de divulgação assentes em diferentes formas de informação corporativa, assim como a análise da sua relação com diversos fatores. Outros estudos verificam se a divulgação de informação produz efeitos económicos, como por exemplo, na redução de custos de capital. Deste modo, apresenta-se uma revisão de literatura focando vários estudos, nomeadamente o seu âmbito de análise e principais resultados.

Ahmed e Courtis (1999) efetuaram um estudo à literatura existente e por via de uma análise de 29 estudos confirmaram, por um lado, relações significativas e positivas entre o nível de divulgação e dimensão da empresa, cotação internacional (*international listing status*) e endividamento (*leverage*), e por outro, nenhuma associação significativa foi encontrada entre a rendibilidade ou a dimensão da empresa de auditoria e os níveis globais de divulgação.

Bhayani (2012) analisou, igualmente, o nível de divulgação corporativa e sua relação com características como dimensão, rendibilidade, endividamento, cotação internacional, concentração de capital, empresa de auditoria, localização da sede e idade, tendo por base 100 empresas indianas que constituíam a amostra para o período 2008-09 a 2010-11. Recorreu à análise de conteúdo para avaliar o nível de divulgação, por via da aplicação de um índice de divulgação, e à análise de regressão para verificar a associação entre as variáveis do estudo. Os resultados evidenciaram a existência de uma associação significativa entre o nível de divulgação corporativa e a cotação internacional, concentração de capital, endividamento, dimensão da empresa de auditoria e rendibilidade. No entanto, nenhuma associação significativa foi encontrada entre as idades e a localização da sede das empresas.

Recentemente Hau e Danh (2017) analisaram os determinantes da divulgação corporativa nas empresas listadas na bolsa vietnamita. Usaram uma amostra constituída por 198 empresas não financeiras e os dados obtidos nas demonstrações financeiras dizem respeito ao período de 2013. Recorreram à análise de regressão e os resultados mostram que a dimensão da empresa, endividamento, empresa de auditoria e a presença do quadro de supervisão possuem um efeito positivo no nível de divulgação corporativa. Contrariando a literatura, os fatores que compõem a propriedade estatal e a proporção de membros não executivos no conselho de administração mostram um efeito negativo no nível de divulgação das empresas.

Vários autores investigaram os determinantes do nível de divulgação voluntária das empresas. Raffournier (1995) ao se basear nos relatórios anuais de 161 empresas industriais e comerciais cotadas na bolsa Suíça, no período de 1991, relacionou o nível de divulgação a possíveis determinantes da mesma. O índice usado continha informações que diziam respeito às exigências da quarta e sétima diretiva da União Europeia (UE) e através dos modelos de regressão concluiu que o nível de divulgação está significativamente relacionado com a dimensão, grau de internacionalização, percentagem de ativos fixos, dimensão das empresas de auditoria e, em menor escala, ao setor de atividade e rendibilidade. Porém, quando examinadas simultaneamente, as únicas variáveis significativas foram dimensão das empresas e seu grau de internacionalização.

Ainda neste contexto, Meek *et al.* (1995) analisaram os fatores que influenciam a divulgação voluntária de informações de carácter estratégico, não financeiro e financeiro dos relatórios e contas anuais de empresas multinacionais dos EUA, Reino Unido e Europa Continental. Apesar da dimensão da empresa, o país / região, cotação internacional e, em menor grau, a indústria serem os fatores mais importantes explicando as divulgações voluntárias em geral, a importância dos fatores varia de acordo com o tipo de informação. O nível de divulgação de informações estratégicas parece refletir influências nacionais / regionais e pelo facto das empresas estarem cotadas internacionalmente, na medida em que as multinacionais europeias continentais divulgam voluntariamente mais informação deste cariz, do que as multinacionais americanas ou britânicas.

As divulgações voluntárias de informações não financeiras também refletem influências nacionais / regionais, com as multinacionais europeias e britânicas divulgando mais do que as multinacionais dos EUA. Por fim, a divulgação de informações financeiras pode ser também explicada por um conjunto de fatores, essencialmente relacionados com a dimensão e país / região, e onde as multinacionais britânicas fornecem menos informações financeiras que as multinacionais americanas ou europeias continentais.

Alsaeed (2006) analisou o nível de divulgação nos relatórios anuais das empresas auditadas não financeiras e o impacto de várias características das empresas sobre o nível de divulgação voluntária. A amostra usada por esse autor compreendia 40 empresas e a análise incidiu sobre os relatórios anuais do ano de 2003. As características empresariais relacionadas com o nível de divulgação diziam respeito à dimensão da empresa, endividamento, dispersão do capital, idade das empresas, margem de lucro, retorno do capital, liquidez, setor de atividade e dimensão da empresa de auditoria. Por via da aplicação de um modelo de regressão, os resultados obtidos inferem que as empresas, em média, relatavam 33% da informação voluntária, e apenas a dimensão da empresa foi identificada como significativamente e positivamente associada ao nível de divulgação voluntária.

Murcia e Santos (2009), estudaram também os fatores que explicam o nível de divulgação voluntária das empresas cotadas no Brasil, para o período de 2007. Usaram uma amostra composta por 100 empresas não financeiras e através da análise de conteúdo mediram o nível de divulgação das respetivas empresas. Recorreram também ao modelo de regressão linear para analisar a relação entre o nível de divulgação voluntária das empresas e as variáveis como: empresa de auditoria, rentabilidade, cotação internacional, dimensão da empresa, nível de *corporate governance*, endividamento, dispersão do capital, emissão de ações em 2008 e setor de atividade. Os resultados obtidos confirmaram que apenas o empresas cotadas internacionalmente, com maior dimensão, boas práticas de *corporate governance* e pertencentes ao setor da energia estavam positivamente e estatisticamente relacionadas com o nível de divulgação voluntária.

Em Portugal, Branco e Góis (2013) efetuaram um estudo baseado em todas as empresas não financeiras cotadas no mercado contínuo de cotações oficiais da *Euronext Lisbon* a 31 de dezembro de 2010, com o objetivo de avaliar o nível de divulgação voluntária destas empresas e consequentemente analisar os seus determinantes. O nível de divulgação foi medido com base na criação de um índice aplicado aos relatórios de gestão e os relatórios sobre o governo das sociedades referentes ao período em causa. Estes autores consideraram como possíveis determinantes do nível de divulgação das empresas, nomeadamente, a dimensão, a rendibilidade, o endividamento, a concentração de capital e o sector de atividade. Através da análise de inferência estatística efetuada e do modelo de regressão linear múltipla construído, concluíram que apenas a dimensão e o endividamento foram identificados como fatores determinantes do nível de divulgação. Quanto às variáveis rendibilidade, concentração de capital e sector de atividade não foi encontrada uma associação estatisticamente significativa entre cada uma destas variáveis e o nível de divulgação.

Tal como se referiu, os assuntos abordados em torno desta temática são significativamente vastos. Alguns estudos relacionados, tiveram como objetivo analisar os determinantes da divulgação da informação na *internet*, essencialmente nos *sites* institucionais. Mendes-Da-Silva e Christensen (2004) revêem-se nesta conjuntura ao estudarem os determinantes da divulgação voluntária de informações financeiras na *internet* usando uma amostra 291 empresas não financeiras cotadas na Bolsa de Valores de São Paulo em 2002. Recorreram à análise estatística e os resultados apurados evidenciam, por um lado, que o nível de divulgação na *internet* está positivamente relacionada à dimensão e, por outro, o nível de divulgação na *internet* não está associada com o desempenho (por via da associação negativa com retorno anual das ações), endividamento e a rendibilidade (pela associação negativa com o lucro anual por ação).

Debreceeny *et al.* (2002) analisaram também os determinantes da divulgação financeira na *internet*. Basearam-se nos relatórios e contas de 666 empresas de 22 países, tanto na apresentação como nos conteúdos dos mesmos, e os resultados mostraram claramente que apenas a dimensão e a cotação das empresas nas bolsas de valores e na tecnologia dos EUA foram os determinantes da divulgação nos *sites* institucionais.



Estes autores concluíram também que os resultados apontam à uma maior associação dos aspetos de apresentação da informação nos relatórios divulgados na internet aos determinantes identificados do que o conteúdo dos mesmos.

Até aqui foram citados vários autores que relacionaram o nível de divulgação voluntária a determinados fatores caraterísticos das empresas. Nas últimas décadas foram sendo publicados diversos estudos com o objetivo de avaliar os determinantes da divulgação da informação financeira, isto é, de cariz obrigatório, dado que alguns analisam conjuntamente a divulgação obrigatória e a divulgação voluntária. Neste contexto, Hassan *et al.* (2006) estudaram as práticas de divulgação da informação financeira e seus determinantes para uma amostra final de 77 empresas não financeiras da bolsa de valores egípcia (ESE), durante o período 1995-2002. O nível de divulgação foi medido por via da criação de um índice, sendo o mesmo relacionado com caraterísticas empresariais como a dimensão da empresa, forma jurídica, rendibilidade, endividamento e *stock activity* no contexto egípcio. Os resultados revelam que a relação entre a dimensão da empresa e divulgação obrigatória é significativamente negativa, porém positiva quando se trata da informação voluntária; a forma jurídica das empresas estudadas não está associada tanto ao nível de divulgação obrigatória como à voluntária; embora a rendibilidade e a divulgação obrigatória sejam positiva e significativamente relacionadas, não tem relação significativa com a divulgação voluntária; o endividamento está relacionado positivamente com o nível de divulgação obrigatória mas negativamente com a divulgação voluntária; e, por fim, para a variável *stock activity* os resultados são mistos, atendendo que as empresas altamente cotadas são mais propensas a cumprir a divulgação obrigatória, ao contrário da mesma relação com a divulgação de informações voluntárias.

Fardoud e Jabbari (2013) analisaram também a relação entre as caraterísticas das empresas e o nível de divulgação. Esta análise incidiu sobre os relatórios e contas individuais das empresas cotadas na bolsa de valores de Teerão, afetos ao período entre 2007-2011. Recorreram ao uso de um modelo de regressão, tendo definido como variável dependente o nível de divulgação e variáveis independentes as caraterísticas relacionadas com a dimensão e idade da empresa, endividamento, dispersão do capital, margens de lucro, retorno sobre o património líquido, nível de liquidez, setor de atividade e dimensão da empresa de auditoria.

Os resultados obtidos conduziam à existência de uma correlação significativa, apenas, entre o endividamento, dispersão do capital, margens de lucro, retorno sobre o património líquido e o nível de divulgação, não tendo sido verificado uma relação significativa entre o nível de divulgação de informação nos relatórios e contas individuais das empresas da amostra e as restantes variáveis.

Adicionalmente, Fathi (2013) estudou os determinantes da qualidade da divulgação da informação financeira das empresas francesas listadas no SBF 250 num período de cinco anos, 2004 a 2008. Analisou as variáveis como o endividamento, rendibilidade e *listing status*, dimensão ou tamanho do conselho de administração, presença de diretores independentes, existência de gestores como membros do conselho de administração, nível de assistência dos membros às reuniões, empresa de auditoria *Big four* e existência de um comité de auditoria, percentagem de grandes acionistas e percentagem de ações detidas por investidores institucionais. Através do modelo de regressão, os principais resultados evidenciavam que apenas as variáveis relacionadas com a dimensão do conselho de administração, a participação dos membros nas reuniões do Conselho e a presença do *Big four* e a presença de uma *listing status* possuíam um efeito positivo na qualidade divulgação de informação.

Bialek-Jaworska e Matusiewicz (2015) efetuaram um estudo sobre os determinantes da divulgação de informação obrigatória e voluntária nos relatórios financeiros de empresas listadas na bolsa de valores polaca para o período de 2010, de acordo com o normativo internacional (IFRS). A amostra utilizada incluía 36 grupos económicos públicos e a análise dos relatórios dizia respeito ao período de 2005-2007. As autoras utilizaram o Índice Polaco de Divulgação Corporativa para empresas não financeiras e as características estudadas integravam a rendibilidade, endividamento, dimensão da empresa, estrutura acionista e auditores "BIG4". Por via do uso da análise estatística concluíram que o desempenho financeiro das empresas (ROE) e o endividamento não estão correlacionadas positivamente com o nível de divulgação da informação financeira; a presença de uma BIG4 influencia positivamente o nível de divulgação voluntária e corporativa, mas não a divulgação obrigatória; e a dimensão da empresa possui um impacto positivo na divulgação da informação financeira.

Mazzioni e Klann (2016) analisaram as características empresariais determinantes da qualidade da informação contábilística no contexto das empresas internacionalizadas e sob a perspectiva de diferentes padrões contábilísticos. A amostra utilizada neste estudo considerava um total de 1.406 empresas localizadas em doze países, no período de 2005 a 2012. Para a recolha de informação recorreram a uma análise documental, sendo que as características empresariais estudadas incluíam o endividamento, retorno sobre ativos (rendibilidade), dimensão da empresa, taxa de crescimento das vendas, o setor de atividade, o tipo da empresa de auditoria, volatilidade dos fluxos de caixa e o seu grau de internacionalização. Os resultados indicaram que apenas o nível de endividamento reduzido e a internacionalização constituíam-se como determinantes importantes para a obtenção de um elevado ranking da qualidade da informação financeira.

Kirch *et al.* (2012) efetuaram um estudo aos fatores determinantes da frequência na divulgação das demonstrações contábilísticas, trimestrais e anuais, das empresas brasileiras, cujas ações estavam cotadas no Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (IBOVESPA) no período 1997-2009. A amostra usada compreendia um total de 83 empresas e os fatores determinantes foram agrupados em quatro dimensões: complexidade das operações, características do governo corporativo, nível de assimetria da informação, custos proprietários<sup>4</sup> e conteúdo das demonstrações. Estas dimensões eram representadas pelas variáveis explicativas como o endividamento, dimensão da empresa, nível de governança corporativo, propriedade acionista, apresentação de demonstrações consolidadas, volatilidade das ações e prejuízos. Os principais resultados encontrados apontam para uma relação positiva entre as variáveis que representam o conteúdo das demonstrações financeiras e o nível de divulgação tempestiva, ou intercalar. Apesar de se constatar também coeficientes positivos e estatisticamente significantes na variável volatilidade, o endividamento, por sua vez, mostrou-se negativamente relacionada com a divulgação intercalar.

---

<sup>4</sup> Custos proprietários (*proprietary costs*), referem-se a variáveis que medem o nível de exposição da empresa a potenciais conflitos, quando divulgam informação de cariz proprietário (ou interno). Por exemplo, o índice de competitividade da indústria onde a empresa atua, é uma variável muito utilizada para este efeito (Pardal, 2017).

Outra corrente de investigação debruça-se sobre a potencial influência da divulgação no custo do capital próprio. Botosan (1997) baseou-se numa amostra constituída por 122 empresas industriais e através do método quantitativo, construiu uma medida do nível de divulgação. Os resultados obtidos determinaram que as empresas que atraem analistas que desempenham um papel pouco significativo na revisão dos relatórios, a maior divulgação da informação está associada com um menor custo de capital próprio. Relativamente às empresas mais reportadas pelos analistas, a autora não encontrou evidência de associação e justifica que talvez isto tenha ocorrido por basear-se apenas em relatórios anuais.

Posteriormente, Botosan e Plumlee (2002) reexaminaram a associação entre o custo do capital próprio e níveis de divulgação anual e divulgação mais tempestiva, e atividades de relações com investidores. Avaliaram os relatórios e contas de 668 empresas individuais, abrangendo um período de 11 anos entre 1986 e 1996. Seguindo a metodologia de Botosan (1997) verificaram que existia uma associação negativa entre custo do capital e o nível de divulgação anual, porém, uma associação positiva com a divulgação mais tempestiva. Quanto ao nível das atividades de relações com investidores e o custo do capital não verificaram qualquer associação.

Chen *et al.* (2003) examinaram os efeitos da divulgação e outros mecanismos de governo das sociedades sobre o custo do capital de empresas pertencentes aos mercados emergentes da Ásia. A amostra incluía 545 empresas em 9 mercados emergentes, entre 2000 e 2001. A aplicação das regressões evidenciara que uma maior pontuação (índice) na divulgação e nos mecanismos do governo das sociedades, estava associada a um menor custo de capital, após controlar fatores como o beta e a dimensão da empresa.

Por sua vez o estudo de Hail (2002) analisou a relação entre a qualidade da divulgação e o custo do capital próprio usando uma amostra de 73 empresas não financeiras suíças. Após ter aplicado testes estatísticos para verificar a relação entre as variáveis, nível de divulgação e custo do capital, constatou que existia uma associação negativa entre as mesmas, ou seja, o custo do capital próprio diminui com o nível de divulgação, mesmo depois de controlar a variação transversal do beta do mercado, endividamento e dimensão da empresa.

Alencar e Lopes (2005) estudaram também a relação entre nível de divulgação e o custo do capital, porém para as empresas negociadas no mercado brasileiro. O respetivo estudo compreendeu uma análise de 222 empresas cotadas, extraídas da base de dados da Economatica. Aplicaram o método quantitativo e um modelo de regressão para testar a ligação entre o nível de divulgação e o custo de capital, tendo verificado que, no mercado brasileiro, o nível de divulgação não afeta o custo de capital.

Numa investigação relacionada com o impacto da divulgação da informação no custo do capital das empresas, Botosan (2006) analisou detalhadamente os estudos já existentes sobre esta temática. Recorrendo à análise documental, verificou que a maior parte da literatura conclui que uma maior divulgação da informação reduz o custo do capital próprio, apesar de um fluxo relativamente recente de pesquisas indicarem que certos tipos de divulgação podem ter o efeito oposto.

No mercado português, Santos e Martins (2016) analisaram também a relação existente entre a divulgação de informação e o custo de capital próprio das empresas portuguesas cotadas no PSI 20. Para testar esta relação usaram uma amostra constituída por 21 empresas, no período de 2008 a 2012, tendo como fonte os Relatórios de Gestão, Relatórios sobre o Governo das Sociedades e as Contas anuais. Adotaram o método quantitativo e por via da criação de um índice de divulgação de informação e da aplicação de um modelo de regressão os autores concluíram que existe uma relação negativa, com significância estatística, entre o custo de capital próprio e o nível de divulgação da informação.

### 3 Metodologia

Tal como se referiu, introdutoriamente, o objetivo do presente estudo passa por analisar o nível de divulgação da informação das empresas não financeiras cotadas no PSI 20 e a sua relação com determinadas características que evidenciam, sobretudo, a performance empresarial. Esta análise tem por base os relatórios e contas intercalares afetos ao primeiro semestre do período de 2015, pelo que a amostra utilizada diz respeito às empresas não financeiras portuguesas cotadas a 31 de dezembro de 2015.

Está-se, no entanto, diante de um estudo cujo método é científico que, de acordo com Lakatos e Marconi (1992), se refere à ordem que se deve impor aos diferentes processos necessários para se chegar à verdade nas ciências. Do ponto de vista da forma de abordagem ao problema trata-se de um estudo exploratório, uma vez que se procura “entender o comportamento das variáveis estudadas, dentro dos respetivos contextos em que estas estão inseridas” Freire *et al.* (2012, p.<sup>a</sup> 5).

Tendo em conta os procedimentos técnicos, trata-se, sobretudo, de uma pesquisa ou método de investigação bibliográfica, documental e, essencialmente, de análise de conteúdo. Esta última, de acordo com Berelson (1952), citado por Silva e Pinto (1996), constitui uma técnica de investigação que permite a descrição objetiva, sistemática e quantitativa do conteúdo manifesto. Posteriormente, foi definido também como uma técnica de investigação que permite fazer inferências, válidas e replicáveis, dos dados para os respetivos contextos (Krippendorff, 1980, citado por Silva e Pinto, 1996).

#### 3.1 Amostra e recolha dos dados

A amostra utilizada está composta pelas empresas cotadas no índice PSI 20 do mercado de cotações oficiais do *NYSE Euronext* Lisboa a 31 de dezembro de 2015. Apesar do índice albergar um número máximo de 20 empresas, no período referido, o mesmo estava composto apenas por 18 empresas. De acordo com Cavaleiro (2015), nenhuma das empresas que se encontrava fora da principal montra da praça portuguesa cumpria os requisitos para ser incluída, pelo que se manteve as empresas que compunham o índice até ao final de 2015.

O autor refere ainda que este fator se deve, principalmente, às alterações efetuadas aos critérios de seleção das empresas constituintes do respetivo índice. Tratam-se, essencialmente, dos critérios de seleção baseados na capitalização bolsista efetivamente dispersa, nas novas regras de elegibilidade, no limite de liquidez e no peso máximo de cada empresa. Ou seja, o critério base de seleção passou do atual valor negociado em bolsa para a capitalização bolsista efetivamente dispersa. Assim, as empresas candidatas a integrarem o índice deverão também ter um mínimo de 100€ milhões para a capitalização bolsista efetivamente dispersa e um mínimo de 15% de dispersão do capital (*Free float*). Por outro lado, o limite mínimo de liquidez passou de 10% para 25% e o peso máximo que cada constituinte poderá ter na revisão anual do índice passou de 15% para 12%.

No exercício económico de 2015, o índice PSI 20 encontrava-se constituída pelas seguintes empresas, por setor de atividade:

- **Banca** (BCP, BPI, Banif);
- **Pasta e papel** (Altri, Portucel, Semapa);
- **Comunicações** (CTT, Impresa, Nos, Pharol);
- **Energia** (EDP, EDP Renováveis, Galp, REN);
- **Retalho** (Jerónimo Martins, Sonae); e
- **Construção** (Mota-Engil, Teixeira Duarte).

Tal como Branco e Góis (2013) e Hail (2002), entendeu-se, também, excluir da análise as empresas do setor bancário, precisamente pela especificidade que possui em relação às empresas dos outros setores de atividade, no que diz respeito as normas contabilísticas e consequentemente à divulgação da informação financeira. Desta feita, a amostra do presente estudo compreende um total de 15 empresas conforme se apresenta no quadro 2:

Quadro 2: Constituição da amostra final

Sector de Atividade	Empresas
Pasta e Papel	Altri Portucel Semapa
Comunicações	CTT Impresa Nos Pharol
Energia	EDP EDP Renováveis Galp Ren
Retalho	Jerónimo Martins Sonae
Construção	Mota-Engil Teixeira Duarte

Fonte: Elaboração Própria

### 3.2 Índice de divulgação

O estudo da qualidade da divulgação da informação financeira ou do nível de divulgação da informação financeira tem sido nos últimos tempos um dado frequente. Ora, a literatura comumente existente recorre aos índices de divulgação de informação como instrumento de avaliar ou medir a qualidade ou o nível de divulgação das empresas, pelo que se destacam, tal como analisado previamente, os índices de divulgação construídos por Botosan (1997), Hail (2002), Francis *et al.* (2005), Lopes e Alencar (2005), Branco e Góis (2013) ou Santos e Martins (2016).

De modo a verificar a qualidade da divulgação da informação intercalar das empresas portuguesas cotadas do PSI 20, tomou-se a decisão de adaptar o índice de divulgação de informação desenvolvido por Santos e Martins (2016). Estes autores tiveram como base o índice desenvolvido por Botosan (1997) e Francis *et al.* (2005) e, também, nas recomendações do FASB (2001) e CMVM (2010), onde foram feitas as adaptações adequadas ao mercado bolsista português, motivo pelo qual este modelo foi objeto de escolha para medir a qualidade da informação das empresas em estudo.



Tal como Branco e Góis (2013), recorreu-se à técnica de análise de conteúdo para se efetuar a análise descritiva da informação divulgada. Primeiramente analisou-se a estrutura dos relatórios e contas intercalares afetos ao primeiro semestre de 2015 com vista a verificar, sobretudo, a conformidade com as indicações legais (artigo 246.º do CVM). Os relatórios e contas foram obtidos no *site* institucional da CMVM, à exceção da Portucel e Semapa que se recorreu aos próprios *sites*. Seguidamente determinou-se o respetivo índice de divulgação (ID), sendo que para cada item foi atribuída uma pontuação de zero (0), quando não é divulgado, e um (1), quando o item é divulgado. Para todos efeitos, o nível de divulgação de informação das empresas estudadas resulta do total de pontuações obtidas por determinada empresa a dividir pela pontuação máxima que esta pode obter por cada categoria de informação. Toda esta informação foi registada e trabalhada através de uma estrutura de quadros elaborada para a recolha da informação com recurso ao Microsoft Excel (Apêndice 3 – 8).

Desta análise torna-se possível obter o nível de divulgação da informação das empresas em termos globais e por cada categoria de informação. Para uma melhor análise dividiu-se as empresas do índice em dois grandes níveis e posteriormente observar a relação entre o nível de divulgação, em termos médios, e as características empresariais:

- Nível 1: empresas com um %ID acima da média;
- Nível 2: empresas com um %ID abaixo da média.

O índice a aplicar contém 41 itens, divididos em 5 categorias de informação (ver apêndice 1) que podem ser caracterizadas e resumidas da seguinte forma:

### **Categoria 1: Informações gerais da empresa (11 itens)**

Esta categoria compreende informações básicas da empresa como a definição dos objetivos, estratégia, descrição do negócio, principais concorrentes e outras informações relevantes. Estas informações acarretam um certo grau de importância para os investidores na medida em que “fornecem um contexto para interpretar outras informações detalhadas sobre a empresa” (Botosan C. A., 1997, p. 331).

Quadro 3: Composição Categoria 1 - Informações gerais da empresa

1. Informações gerais da empresa
1.1. O Relatório de Gestão descreve qual a declaração das metas e/ou objetivos da Empresa?
1.2. O Relatório de Gestão define algum tipo de apresentação da estratégia corporativa da Empresa?
1.3. O Relatório de Gestão faz uma descrição geral do negócio da Empresa?
1.4. O Relatório de Gestão define quais são os principais produtos da Empresa?
1.5. O Relatório de Gestão define quais são os principais mercados da Empresa?
1.6. O Relatório de Gestão descreve qual a avaliação e política de avaliação do risco da Empresa?
1.7. O Relatório de Gestão menciona se existe Investigação e Desenvolvimento em curso?
1.8. O Relatório de Gestão menciona quais as projeções futuras que a Empresa pretende?
1.9. O Relatório de Gestão menciona o nº de ações em Bolsa da Empresa?
1.10. O Relatório de Gestão identifica quem são os principais concorrentes da Empresa?
1.11. Existem outras informações relevantes mencionadas?

Fonte: Adaptado de Santos e Martins (2016)

### **Categoria 2: Histórico dos resultados da empresa (6 itens):**

Esta seção contém informações que permitem avaliar o desempenho económico-financeiro das empresas e estão relacionadas, principalmente, com rácios apresentados pela empresa e a divulgação de documentos contabilísticos conforme refere Santos e Martins (2016). Contém, acima de tudo, informações úteis para a análise de tendências e que se apresentam “sobre uma base consistente, refletindo expressões associados a aquisições, operações descontinuadas, desdobramentos de ações e de existências de dividendos” (Botosan C. A., 1997, p. 331).

Quadro 4: Composição Categoria 2 - Histórico dos resultados da empresa

2. Histórico dos resultados da empresa
2.1. Será que a Empresa informa sobre Rendibilidade sobre ROA ou apresenta informação suficiente para o seu cálculo?
2.2. Será que a Empresa informa sobre Rendibilidade sobre o ROE ou apresenta informação suficiente para o seu cálculo?
2.3. Será que a Empresa informa sobre a Margem de lucro ou apresenta informação suficiente para calcular a margem de lucro?
2.4. A Empresa apresenta algum resumo sobre vendas e lucro líquido nos últimos anos?
2.5. A Empresa apresenta informação sobre o cálculo do imposto?
2.6 A Empresa apresenta as Demonstrações Financeiras, Anexo, Fluxos de Caixa, Relatório de Gestão?

Fonte: Adaptado de Santos e Martins (2016)

### **Categoria 3: Informações não financeiras da empresa (7 itens):**

Esta categoria compreende itens relacionados com aspetos não financeiros como o número e remuneração média dos trabalhadores, lançamentos de novos produtos, participação na bolsa e outros. A divulgação de informações não financeiras acarreta uma importância significativa, atendendo que contribui para a medição, o acompanhamento e para a gestão do desempenho das empresas e do seu impacto na sociedade, de acordo com a Diretiva 2014/95/EU.

Quadro 5: Composição Categoria 3 - Informações não financeira da empresa

3. Informações não financeiras da empresa
3.1. A Empresa menciona o número de trabalhadores?
3.2. A Empresa menciona qual a remuneração média por trabalhador?
3.3. A Empresa menciona qual a percentagem de vendas sobre lançamento de novos produtos?
3.4. A participação da Empresa na Bolsa é mencionada?
3.5. As vendas estão detalhadas por produtos ou segmentos?
3.6. Os preços unitários (preços médios) dos produtos/bens são mencionados?
3.7. Existe informação sobre lançamento de novos produtos/serviços a serem lançados no mercado?

Fonte: Adaptado de Santos e Martins (2016)

### **Categoria 4: Projeções da empresa (7 itens):**

Esta categoria do índice de divulgação compreende informações relativamente a perspetivas futuras, nomeadamente sobre a quota de mercado, fluxos de caixa, vendas e custos previstos.

Quadro 6: Composição Categoria 4 - Projeções da empresa

4. Projeções da empresa
4.1. Existe informação sobre a Quota de mercado prevista?
4.2. Existe informação sobre os Fluxos de caixa previstos?
4.3. Existe informação sobre as despesas de capital e/ou despesas de I&D previstos?
4.4. Existe informação sobre os resultados previstos?
4.5. Existe informação sobre as vendas previstas?
4.6. Existe informação sobre os custos previstas?
4.7. Existe informação sobre alterações dos preços?

Fonte: Adaptado de Santos e Martins (2016)

### **Categoria 5: Discussão e análise da gestão da empresa (10 itens):**

Nesta categoria de informação verificam-se, essencialmente, informações que justifiquem todos os factos patrimoniais ou não, decorridos no exercício da atividade profissional. Santos e Martins (2016) referem que estas informações são normalmente retiradas do anexo, onde se tenta perceber se a informação sobre as várias rúbricas das Demonstrações Financeiras (DF's) estão ou não justificadas. Botosan (1997) considera este subponto bastante importante e valorizado pelos analistas financeiros, na medida em que se destina a transmitir informações sobre as mudanças ocorridas ano após ano e que não são recuperáveis nas demonstrações financeiras de base.

Quadro 7: Composição Categoria 5 - Gestão da empresa: discussão e análise

5. Gestão da empresa: discussão e análise
5.1. Existe algum comentário sobre a variação nas vendas e prestação de serviços?
5.2. Existe algum comentário sobre a variação nos Resultados Líquidos?
5.3. Existe algum comentário sobre a variação nos custos das matérias consumidas e vendidas?
5.4. Existe algum comentário sobre a variação nos gastos do pessoal/administradores?
5.5. Existe algum comentário sobre a variação nas contas a receber?
5.6. Existe algum comentário sobre a variação no inventário?
5.7. Existe algum comentário sobre a variação nos ativos fixos?
5.8. Existe algum comentário sobre a variação nos gastos ou rendimentos financeiros?
5.9. Existe algum comentário sobre a variação nas despesas de capital e/ou despesas de I&D?
5.10. Existe algum comentário sobre a variação da cotação da empresa na Bolsa?

Fonte: Adaptado de Santos e Martins (2016)

### **3.3 Caraterísticas empresariais**

A revisão de literatura efetuada acerca dos determinantes do nível de divulgação de informação remete para um conjunto de caraterísticas que podem ter influência ou estar relacionados com essa divulgação. Diversas são as características analisadas, desde aspetos mais específicos, a outros dados mais gerais. Neste estudo, ter-se-á em conta as seguintes caraterísticas, cujos dados foram recolhidos nos Relatórios e Contas das empresas, conforme se apresenta no apêndice 9:

### **Rendibilidade operacional do ativo (ROA)**

A rendibilidade é um fator que, na literatura existente, tem apresentado uma relação pouco definida com a divulgação em geral, mas que pode ser influenciada por divulgações específicas, como é o caso da informação por segmentos e quando as empresas optam por não mostrar detalhe dos seus níveis de retorno para evitar custos competitivos (Pardal, 2017). Este autor identificou uma relação negativa, contudo refere que em situações em que as empresas querem se mostrar favoravelmente ao mercado, tendem a divulgar mais quando evidenciam uma melhor *performance*. De acordo com Fernandes *et al.* (2014), o ROA pode ser interpretado como ganho obtido em termos operacionais por cada unidade monetária investida, sendo que, quanto maior for o rácio maior a propensão para o investimento gerar resultados.

$$ROA = \frac{\text{Resultado Operacional}}{\text{Ativo}}$$

### **Rendibilidade dos capitais próprios (RCP)**

À semelhança de Raffournier (1995) e Branco e Góis (2013), este rácio foi também obtido pela relação entre o resultado líquido e o capital próprio das empresas. A análise deste rácio permite avaliar o retorno do investimento proporcionado aos detentores do capital, isto é, o grau de remuneração dos sócios (Fernandes *et al.*, 2014) e consiste numa medida alternativa de rendibilidade face ao ROA.

$$RCP = \frac{\text{Resultado líquido do período}}{\text{Capitais próprios}}$$

### **Endividamento**

Esta variável é, na literatura revista, apontada como possível determinante da divulgação de informação. Pretende-se verificar cumulativamente a relação entre o endividamento na ótica do passivo remunerado e a divulgação de informação. Enquanto o nível de endividamento, por si só, resulta do rácio entre o passivo total e o ativo, o nível de endividamento na ótica do passivo remunerado resulta da relação entre os financiamentos obtidos e o ativo.

$$\text{Nível de endividamento} = \frac{\text{Passivo total}}{\text{Ativo}}$$

$$\text{Nível de endividamento (passivo remunerado)} = \frac{\text{Financiamentos obtidos}}{\text{Ativo}}$$

### **Dimensão da empresa**

De acordo com Branco e Góis (2013) a relação positiva entre a dimensão e a divulgação de informação pode ser explicada pelo facto das maiores empresas possuírem mais recursos e uma responsabilidade maior para com a sociedade em geral.

Branco e Góis (2013), Raffournier (1995) e a maioria autores revistos concluem, nos seus estudos, existir uma relação positiva entre a dimensão da empresa e o nível de divulgação da informação. Na análise à esta variável, Pardal (2017) reforça que este é dos determinantes mais estudados na relação com níveis de divulgação de informação financeira, sendo provável que empresas de maior dimensão sejam mais complexas e tenham uma maior exposição aos mercados. A dimensão das empresas é normalmente medida pelo total de ativo ou pelo total do volume de negócios (vendas e prestação de serviços).

$$\text{Dimensão da empresa} = \text{Ativo ou Volume de negócios}$$

### **Nível de Internacionalização**

Esta variável também se constitui, na literatura revista, um determinante da divulgação da informação financeira e não financeira. É expectável que empresas com maior exposição internacional, sintam uma maior pressão para adotarem melhores práticas de divulgação. Tal como Raffournier (1995), neste estudo o nível de internacionalização é medido pela relação entre o volume de negócios para clientes externos e o volume de negócios total.

$$\text{Nível de internacionalização} = \frac{\text{Volume de negócios internacional}}{\text{Volume de negócios total}}$$

## 4 Análise e Discussão dos Resultados Obtidos

Este capítulo encontra-se dividido de acordo com os fatores levados em conta para concretização do objetivo que se pretende alcançar. Por um lado, efetuou-se uma caracterização dos relatórios intercalares, fundamentalmente os relatórios afetos ao primeiro semestre de 2015, seguindo o índice de Santos e Martins (2016). Por outro, através da divisão das empresas em dois níveis de divulgação, cruza-se esta hierarquia de divulgação com diversas características das empresas, dando especial enfoque aos indicadores de *performance* económico-financeira.

### 4.1 Análise da divulgação da informação financeira intercalar

#### 4.1.1 Estrutura dos relatórios e contas intercalares

Como análise preparatória e antes da identificação da divulgação e constituição do índice, efetuou-se uma análise sobre a forma como as empresas da amostra estruturam os relatórios e contas. Tendo em conta os objetivos que se pretendem alcançar, esta análise baseou-se nos relatórios semestrais do período de 2015, assente na identificação dos capítulos definidos para essa estrutura. Numa primeira análise constatou-se que as empresas estruturam a apresentação da informação de forma diferente, apesar dos conteúdos estarem alinhados na sua maioria com os requisitos do n.º 1 artigo 246º do CVM. Como seria de esperar é na informação de gestão, aquela sujeita a maior poder discricionário, que a forma de apresentação é mais diversa.

Apesar de não se verificar, de forma total, o cumprimento deste artigo, algumas empresas não estabelecem a informação requerida como capítulo principal do relatório, mas apresentam-na dentro de outros assuntos. De modo geral, podemos sintetizar a estrutura da maioria dos relatórios de gestão analisados, através do seguinte conjunto de informações, relacionadas com:

- Identificação, apresentação da empresa e áreas de atuação;
- Os principais destaques e uma síntese dos indicadores;
- Análise do desempenho económico financeiro;
- Principais riscos e incertezas;

- Mercado de capitais e perspectivas futuras;
- Declaração de conformidade com a alínea C) do n.º 1 do Art.º 246º do Código dos Valores Imobiliários e o art.º 9.º do regulamento da CMVM n.º 5/2008.

Desta análise, também se pode observar que cada setor de atividade possui uma especificidade própria na estruturação dos seus relatórios e contas semestrais, precisamente na informação relacionada com o relatório de gestão conforme se pode constatar no apêndice 2.

#### 4.1.2 Nível de divulgação da informação financeira intercalar

O índice de divulgação utilizado, tal como referido anteriormente, está dividido em cinco (5) categorias e contém um total de 41 itens que foram objeto de avaliação e verificação nos relatórios e contas das empresas que constituem a amostra do estudo. Olhar-se-á de forma particular aos resultados obtidos e relacionados com o nível de divulgação (%IDI) por cada categoria de informação bem como a frequência com que os itens, por si só, são divulgados nos relatórios e contas intercalares das empresas constituintes da amostra final, respeitante ao primeiro semestre de 2015.

##### 4.1.2.1 Categoria 1 “Informações gerais”

O quadro 8 resume a frequência de divulgação de cada item nos relatórios analisados, os quais apresentam diferenças significativas. Os itens mais divulgados nesta categoria estão relacionados com: os principais produtos ou serviços da empresa; projeções futuras; descrição geral do negócio da empresa; principais mercados da empresa e nº de ações em bolsa da empresa. Podemos observar que, excluindo as projeções futuras, a restante informação é, regra geral, do conhecimento dos acionistas e demais interessados na informação divulgada uma vez que já deve ter sido reproduzida em relatórios anteriores. A sua divulgação não implica assim muito trabalho adicional de identificação, pelo que é normal que seja a mais relatada nesta categoria.



Numa outra perspectiva, os itens associados à investigação e desenvolvimento em curso, principais concorrentes da empresa e a política de avaliação de riscos, são dos menos divulgados, sendo normalmente informação mais sensível e que as empresas tendem a evitar expor ao mercado. No caso da identificação dos principais concorrentes, apenas a Semapa, SGPS, S.A. apresenta essa informação. Não existe, portanto, nenhum item divulgado por todas empresas da amostra, sendo que a média de relato dos itens nesta categoria é apenas de 6,91 ou 46,06%, preferencialmente.

Quadro 8: Frequência da divulgação dos itens - Categoria 1 "Informações gerais"

<b>1. Informações gerais da empresa</b>	<b>Frequência</b>	<b>%</b>
1.1. O Relatório de Gestão descreve qual a declaração das metas e/ou objetivos da Empresa?	5	33,33%
1.2. O Relatório de Gestão define algum tipo de apresentação da estratégia corporativa da Empresa?	7	46,67%
1.3. O Relatório de Gestão faz uma descrição geral do negócio da Empresa?	9	60,00%
1.4. O Relatório de Gestão define quais são os principais produtos/serviços da Empresa?	12	80,00%
1.5. O Relatório de Gestão define quais são os principais mercados da Empresa?	9	60,00%
1.6. O Relatório de Gestão descreve qual a avaliação e política de avaliação do risco da Empresa?	5	33,33%
1.7. O Relatório de Gestão menciona se existe Investigação e Desenvolvimento em curso?	4	26,67%
1.8. O Relatório de Gestão menciona quais as projeções futuras que a Empresa pretende?	10	66,67%
1.9. O Relatório de Gestão menciona o nº de ações em Bolsa da Empresa?	9	60,00%
1.10. O Relatório de Gestão identifica quem são os principais concorrentes da Empresa?	1	6,67%
1.11. Existem outras informações relevantes mencionadas?	5	33,33%
<b>Média (15 empresas)</b>	<b>6,91</b>	<b>46,06%</b>

Fonte: Elaboração Própria

Relativamente às empresas em si, verificou-se diferenças expressivas na forma como as mesmas preparam e divulgam as informações e consequentemente na importância que atribuem às categorias de informação consideradas no índice. Tendo em conta os critérios de classificação, verificou-se nesta categoria de informação que a CTT – Correios de Portugal, S.A. e a Galp Energia, SGPS, S. A. destacam-se como sendo as empresas com um maior nível de divulgação entre aquelas com pontuações “acima da média” (cerca de 82% e 73%, respetivamente, do total de itens desta categoria). Verificou-se também que as empresas como a Impresa – SGPS, S.A., Jerónimo Martins, SGPS, S.A. e a Sonae, SGPS, S.A. divulgam simplesmente 2 a 3 de 11 itens desta categoria, possuindo por esse motivo os níveis de divulgação mais reduzidos nesta tabela. Pode-se ainda verificar que a média de divulgação é relativamente baixa, sendo em média apresentados 5,07 itens em 11 possíveis (de acordo com o índice elaborado).

Quadro 9: IDI - Categoria 1 "Informações gerais"

Categoria 1 "Informações Gerais"				
Empresa	Setor de atividade	Pontuação	% (IDI)	Nível
CTT	Telecomunicações	9	81,82%	Nível 1
Galp	Energia	8	72,73%	Nível 1
EDP	Energia	7	63,64%	Nível 1
Semapa	Pasta e Papel	7	63,64%	Nível 1
EDPR	Energia	6	54,55%	Nível 1
Teixeira Duarte	Construção	6	54,55%	Nível 1
REN	Energia	6	54,55%	Nível 1
Mota-Engil	Construção	5	45,45%	Nível 2
Altri	Pasta e Papel	5	45,45%	Nível 2
Portucel	Pasta e Papel	5	45,45%	Nível 2
Nos	Telecomunicações	3	27,27%	Nível 2
Pharol	Telecomunicações	3	27,27%	Nível 2
Impresa	Telecomunicações	2	18,18%	Nível 2
Jerónimo Martins	Retalho	2	18,18%	Nível 2
Sonae	Retalho	2	18,18%	Nível 2
Média (11 itens)		5,07	46,06%	

Fonte: Elaboração Própria

Importa salientar que o setor de energia se destaca dos demais nesta categoria por obter, de forma geral, pontuações mais elevadas neste contexto e estando no grupo de maiores divulgadores, isto é, aqueles que estão acima da média (nível 1). Pode-se verificar também que apesar da CTT, S.A. ser a empresa com o nível de divulgação mais elevado nesta categoria de informação (81,82%), as restantes empresas do mesmo setor (telecomunicações) apresentam níveis de divulgação bastante reduzidos nesta categoria, facto que reflete uma disparidade significativa na forma de divulgação da informação neste setor de atividade.

#### 4.1.2.2 Categoria 2 “Histórico dos resultados da empresa”

Numa análise separada ao nível de divulgação dos itens nesta categoria, pode-se constatar uma preocupação por parte das empresas em relatar informações associadas, essencialmente, com o desempenho financeiro das mesmas para os utentes da informação. À exceção do item relacionado com a “informação do cálculo dos impostos” (com apenas 3 pontos), verifica-se que os restantes itens apresentam um nível de divulgação aceitável, com destaque para as informações relacionadas com o “resumo sobre vendas e lucros nos últimos anos” e a “apresentação das demonstrações financeiras, anexo, fluxos de caixa, relatório de gestão”, as quais não foram divulgadas apenas pela EDPR e Pharol, respetivamente.

Quadro 10: Frequência da divulgação dos itens - Categoria 2 "Histórico dos resultados"

2. Histórico dos resultados da empresa	Frequência	%
2.1. Será que a Empresa informa sobre Rendibilidade sobre ROA ou apresenta informação suficiente para o seu cálculo?	9	60,00%
2.2. Será que a Empresa informa sobre Rendibilidade sobre o ROE ou apresenta informação suficiente para o seu cálculo?	11	73,33%
2.3. Será que a Empresa informa sobre a Margem de lucro ou apresenta informação suficiente para calcular a margem de lucro?	13	86,67%
2.4. A Empresa apresenta algum resumo sobre vendas e lucro líquido nos últimos anos?	14	93,33%
2.5. A Empresa apresenta informação sobre o cálculo do imposto?	3	20,00%
2.6. A Empresa apresenta as Demonstrações Financeiras, Anexo, Fluxos de Caixa, Relatório de Gestão?	14	93,33%
<b>Média (15 empresas)</b>	<b>10,67</b>	<b>71,11%</b>

Fonte: Elaboração Própria

Os resultados obtidos nesta categoria refletem, igualmente, as assimetrias nos critérios adotados pelas empresas na divulgação da informação financeira intercalar. Diferente da primeira, nesta categoria já se pode verificar algumas empresas que divulgam de forma total os itens considerados por Santos e Martins (2016). Como se pode verificar, as empresas Teixeira Duarte, REN e a Sonae detêm o máximo de pontuações atribuíveis nesta categoria, atendendo que divulgam todos os itens inerentes à mesma. No grupo das empresas com menores níveis de pontuações nesta categoria, merece destaque a EDPR com um único registo. Em termos gerais, as empresas da amostra divulgam 4,27 itens dos 6 considerados, representando um nível de divulgação de mais de 71%. Em relação à primeira categoria, a percentagem de divulgação é manifestamente maior, contudo tal pode ser esperado, pelo facto de existirem menos itens de análise e por se estar a analisar a divulgação de informação histórica e já disponível.

Quadro 11: IDI - Categoria 2 "Histórico dos resultados"

<b>Categoria 2 "Histórico dos resultados da empresa"</b>				
<b>Empresa</b>	<b>Setor de atividade</b>	<b>Pontuação</b>	<b>% (IDI)</b>	<b>Nível</b>
Teixeira Duarte	Construção	6	100,00%	Nível 1
REN	Energia	6	100,00%	Nível 1
Sonae	Retalho	6	100,00%	Nível 1
Jerónimo Martins	Retalho	5	83,33%	Nível 1
Altri	Pasta e Papel	5	83,33%	Nível 1
Nos	Telecomunicações	5	83,33%	Nível 1
CTT	Telecomunicações	5	83,33%	Nível 1
Pharol	Telecomunicações	4	66,67%	Nível 2
Galp	Energia	4	66,67%	Nível 2
Portucel	Pasta e Papel	4	66,67%	Nível 2
Semapa	Pasta e Papel	4	66,67%	Nível 2
Mota-Engil	Construção	3	50,00%	Nível 2
EDP	Energia	3	50,00%	Nível 2
Impresa	Telecomunicações	3	50,00%	Nível 2
EDP Renováveis	Energia	1	16,67%	Nível 2
<b>Média (6 itens)</b>		<b>4,27</b>	<b>71,11%</b>	

Fonte: Elaboração Própria

#### 4.1.2.3 Categoria 3 “Informações não financeiras da empresa”

Nesta categoria verifica-se que o nível de divulgação dos itens apresenta um comportamento semelhante às outras categorias devido a discrepância significativa nas pontuações obtidas. Desta feita, com maior realce destacam-se por um lado as informações relacionadas com “vendas detalhadas por produtos ou segmentos” e a informação sobre a “participação da empresa na bolsa” com pontuações elevadas ao nível de divulgação nos relatórios e contas das empresas estudadas (10 e 11 pontos, respetivamente). Por outro lado, as informações relacionadas com a “remuneração média por trabalhador” e “percentagem de vendas sobre lançamento de novos produtos” não registaram qualquer ocorrência, o que implica dizer que não se identificaram estas informações nos relatórios e contas semestrais que foram objeto de estudo. Estes dois itens constituem, como se pode facilmente perceber, divulgação de cariz mais sensível e que apesar de ser importante para os investidores, pode também expor a empresa a um conjunto adicional de conflitos.

Quadro 12: Frequência da divulgação dos itens - Categoria 3 "Informações não financeiras"

<b>3. Informações não financeiras da empresa</b>	<b>Frequência</b>	<b>%</b>
3.1. A Empresa menciona o número de trabalhadores?	3	20,00%
3.2. A Empresa menciona qual a remuneração média por trabalhador?	0	0,00%
3.3. A Empresa menciona qual a percentagem de vendas sobre lançamento de novos produtos?	0	0,00%
3.4. A participação da Empresa na Bolsa é mencionada?	11	73,33%
3.5. As vendas estão detalhadas por produtos ou segmentos?	10	66,67%
3.6. Os preços unitários (preços médios) dos produtos/bens são mencionados?	2	13,33%
3.7. Existe informação sobre lançamento de novos produtos/serviços a serem lançados no mercado?	2	13,33%
<b>Média (15 empresas)</b>	<b>4</b>	<b>26,67%</b>

Fonte: Elaboração Própria

O quadro 13 apresenta os resultados obtidos nesta categoria por cada empresa da amostra e no que diz respeito à importância que as mesmas atribuem às informações não financeiras. Verifica-se, de modo geral, que a EDP e os CTT possuem os maiores níveis de pontuações acima da média (cerca de 57% do total de itens desta categoria).

Com níveis de divulgação abaixo da média, destaque para três empresas do setor de telecomunicações, a Sonae e a EDPR, com uma variação de 0 a 1 itens divulgados. Observar-se também que a EDP Renováveis apresenta novamente um nível de divulgação muito reduzido, sendo que neste caso não cumpre com a divulgação de qualquer item relacionado com as informações não financeiras.

Quadro 13: IDI - Categoria 3 "Informações não Financeiras"

Categoria 3 "Informações não financeiras da empresa"				
Empresa	Setor de atividade	Pontuação	% (IDI)	Nível
EDP	Energia	4	57,14%	Nível 1
CTT	Telecomunicações	4	57,14%	Nível 1
Galp	Energia	3	42,86%	Nível 1
Teixeira Duarte	Construção	3	42,86%	Nível 1
Mota-Engil	Construção	2	28,57%	Nível 1
REN	Energia	2	28,57%	Nível 1
Altri	Pasta e Papel	2	28,57%	Nível 1
Portucel	Pasta e Papel	2	28,57%	Nível 1
Semapa	Pasta e Papel	2	28,57%	Nível 1
Jerónimo Martins	Retalho	2	28,57%	Nível 1
Impresa	Telecomunicações	1	14,29%	Nível 2
Nos	Telecomunicações	1	14,29%	Nível 2
Pharol	Telecomunicações	0	0,00%	Nível 2
Sonae	Retalho	0	0,00%	Nível 2
EDP Renováveis	Energia	0	0,00%	Nível 2
<b>Média (7 itens)</b>		<b>1,87</b>	<b>26,67%</b>	

Fonte: Elaboração Própria

#### 4.1.2.4 Categoria 4 "Projeções da empresa"

Esta categoria de informação é, claramente, aquela que possui um nível de divulgação bastante baixo. Por via da análise da frequência da divulgação dos itens associados à esta categoria de informação, verifica-se que apenas algumas empresas divulgam informações respeitantes as projeções futuras, evidenciando assim um nível de divulgação bastante reduzido destas informações por parte das empresas da amostra.

Apesar de todos os itens terem obtidos pontuações abaixo de 50%, importa referir que as informações sobre as “vendas/prestação de serviços previstos”, “resultados previstos” e “alterações dos preços” foram as mais divulgadas nesta categoria, sendo que aparecem em 3 ou 4 relatórios analisados (do total de 15).

As informações associadas aos “fluxos de caixa previstos” e os “custos previstos” não se verificam nos relatórios e contas, não tendo deste modo qualquer pontuação conforme evidencia o quadro 14.

Quadro 14: Frequência da divulgação dos itens - Categoria 4 "Projeções da empresa"

<b>4. Projeções da empresa</b>	<b>Frequência</b>	<b>%</b>
4.1. Existe informação sobre a Quota de mercado prevista?	1	6,67%
4.2. Existe informação sobre os Fluxos de caixa previstos?	0	0,00%
4.3. Existe informação sobre as despesas de capital e/ou despesas de I&D previstos?	1	6,67%
4.4. Existe informação sobre os resultados previstos?	3	20,00%
4.5. Existe informação sobre as vendas/prestação de serviços previstos?	4	26,67%
4.6. Existe informação sobre os custos previstas?	0	0,00%
4.7. Existe informação sobre alterações dos preços?	3	20,00%
<b>Média (15 empresas)</b>	<b>1,71</b>	<b>11,43%</b>

Fonte: Elaboração Própria

Relativamente à análise da divulgação por empresa, importa referir que a Teixeira e Duarte e a Semapa foram as únicas que tiveram uma classificação aceitável com 3 pontos obtidos nesta categoria, sendo que, no entanto, apenas corresponde a cerca de 43% do total de itens possíveis. As restantes empresas não divulgaram nos seus relatórios e contas intercalares, para o período em estudo, as informações inerentes a esta categoria, à exceção da EDP, Portucel, Jerónimo Martins e os CTT que obtiveram no máximo 2 pontos, o que reflete o nível baixo de divulgação de informações nesta categoria, tal como podemos observar no quadro 15.

Quadro 15: IDI - Categoria 4 "Projeções da empresa"

Categoria 4 "Projeções da empresa"				
Empresa	Sector de atividade	Pontuação	% (IDI)	Nível
Teixeira Duarte	Construção	3	42,86%	Nível 1
Semapa	Pasta e Papel	3	42,86%	Nível 1
EDP	Energia	2	28,57%	Nível 1
Portucel	Pasta e Papel	2	28,57%	Nível 1
Jerónimo Martins	Retalho	1	14,29%	Nível 1
CTT	Telecomunicações	1	14,29%	Nível 1
Altri	Pasta e Papel	0	0,00%	Nível 2
Galp	Energia	0	0,00%	Nível 2
Impresa	Telecomunicações	0	0,00%	Nível 2
Nos	Telecomunicações	0	0,00%	Nível 2
Pharol	Telecomunicações	0	0,00%	Nível 2
Sonae	Retalho	0	0,00%	Nível 2
EDP Renováveis	Energia	0	0,00%	Nível 2
REN	Energia	0	0,00%	Nível 2
Mota Engil	Construção	0	0,00%	Nível 2
<b>Média (7 itens)</b>		<b>0,80</b>	<b>11,43%</b>	

Fonte: Elaboração Própria

#### 4.1.2.5 Categoria 5 “Gestão da empresa: discussão e análise”

Esta categoria, e última, compreende um total de 10 itens que refletem, de forma geral, um comentário aos itens divulgados e relacionados ao desempenho financeiro das empresas. Assim, numa análise mais detalhada, isto é, item a item, constata-se que as informações mais divulgadas nos relatórios e contas das empresas estudadas dizem respeito aos comentários sobre “variação nas vendas e prestação de serviços”, “variação nos resultados líquidos”, “variação nos gastos ou rendimentos financeiros” (com cerca de 80%, cada) e comentários sobre a “variação da cotação da empresa na Bolsa” (com cerca de 60%). Por outro lado, as informações com baixo nível de pontuações nesta categoria dizem respeito aos comentários sobre a “variação nas contas a receber”, “variação no inventário” e a “variação nas despesas de capital e/ou despesas de I&D” tal como se clarificam no quadro a seguir:



Quadro 16: Frequência da divulgação dos itens - Categoria 5 "Gestão da empresa: discussão e análise"

<b>5. Gestão da empresa: discussão e análise</b>	<b>Frequência</b>	<b>%</b>
5.1. Existe algum comentário sobre a variação nas vendas e prestação de serviços?	12	80,00%
5.2. Existe algum comentário sobre a variação nos Resultados Líquidos?	12	80,00%
5.3. Existe algum comentário sobre a variação nos custos das matérias consumidas e vendidas?	5	33,33%
5.4. Existe algum comentário sobre a variação nos gastos do pessoal/administradores?	5	33,33%
5.5. Existe algum comentário sobre a variação nas contas a receber?	1	6,67%
5.6. Existe algum comentário sobre a variação no inventário?	1	6,67%
5.7. Existe algum comentário sobre a variação nos ativos fixos?	6	40,00%
5.8. Existe algum comentário sobre a variação nos gastos ou rendimentos financeiros?	12	80,00%
5.9. Existe algum comentário sobre a variação nas despesas de capital e/ou despesas de I&D?	1	6,67%
5.10. Existe algum comentário sobre a variação da cotação da empresa na Bolsa?	9	60,00%
<b>Média (15 empresas)</b>	<b>6,4</b>	<b>42,67%</b>

Fonte: Elaboração Própria

De acordo com o quadro 17, pode-se observar que as empresas, que nesta categoria tiveram níveis de divulgação aceitáveis, tendo em conta os pressupostos predefinidos, foram a REN, CTT, Nos, EDP e a Altri (com cerca de 50% a 80% do total de itens a divulgar nesta categoria). Relativamente às empresas com um nível de divulgação abaixo da média (Nível 2) merecem realce as empresas do setor de Retalho, a Pharol, a EDPR e a Impresa, sendo que para as duas últimas não se identificaram, nos seus relatórios, qualquer evidência destas informações. A média de divulgação é de 4,27 itens por empresa, correspondente à uma percentagem de 42,67% de um total de 10 itens possíveis.

Quadro 17: IDI - Categoria 5 "Gestão da empresa: discussão e análise"

Categoria 5 "Gestão da empresa: discussão e análise"				
Empresa	Setor de atividade	Pontuação	% (IDI)	Nível
REN	Energia	8	80,00%	Nível 1
CTT	Telecomunicações	7	70,00%	Nível 1
Nos	Telecomunicações	6	60,00%	Nível 1
EDP	Energia	6	60,00%	Nível 1
Altri	Pasta e Papel	6	60,00%	Nível 1
Portucel	Pasta e Papel	5	50,00%	Nível 1
Teixeira Duarte	Construção	5	50,00%	Nível 1
Mota Engil	Construção	4	40,00%	Nível 2
GALP	Energia	4	40,00%	Nível 2
Semapa	Pasta e Papel	4	40,00%	Nível 2
J. Martins	Retalho	3	30,00%	Nível 2
Sonae	Retalho	3	30,00%	Nível 2
Pharol	Telecomunicações	3	30,00%	Nível 2
EDP Renováveis	Energia	0	0,00%	Nível 2
Impresa	Telecomunicações	0	0,00%	Nível 2
<b>Média (10 itens)</b>		<b>4,27</b>	<b>42,67%</b>	

Fonte: Elaboração Própria

#### 4.1.2.6 *Análise Global*

De um modo geral, as empresas estudadas não cumprem, no seu todo, com a divulgação da informação dos itens considerados no índice de divulgação utilizado, baseado na investigação de Santos e Martins (2016). Ora num total de 615 pontuações possíveis constatou-se, na análise aos relatórios afetos ao primeiro semestre de 2015, que foram verificadas 244 observações, pelo que as categorias “Histórico dos resultados da empresa”, “Informações gerais” e “Gestão da empresa: discussão e análise” são as que possuem maiores níveis de divulgação (71,11%, 46,06% e 42,67%, respetivamente). Por outro lado, verificou-se um conjunto de pontuações consideravelmente baixas, nas categorias “Informações não financeiras da empresa” e “Projeções da empresa” com os níveis divulgação mais reduzidos, correspondendo respetivamente a 26,67% e 11,43%, face a média obtida, conforme se apresenta no quadro 18.

Quadro 18: IDI por categoria de informação

Categoria de informação do Índice	Itens	Score	Informação total	Pontuação obtida	% (IDI)
1. Informações gerais da empresa	11	5,07	165	76	46,06%
2. Histórico dos resultados da empresa	6	4,27	90	64	71,11%
3. Informações não financeiras da empresa	7	1,87	105	28	26,67%
4. Projeções da empresa	7	0,80	105	12	11,43%
5. Gestão da empresa: discussão e análise	10	4,27	150	64	42,67%
<b>Total</b>	<b>41</b>	<b>16,27</b>	<b>615</b>	<b>244</b>	<b>39,67%</b>

Fonte: Elaboração Própria

Tal como já mencionado, as empresas possuem pontos de vista diferentes aquando da importância que as mesmas atribuem às categorias de informação a divulgar nos seus relatórios e contas. Verificou-se adicionalmente, que apesar de algumas possuírem uma pontuação final e/ou geral satisfatória em relação ao nível de divulgação da informação intercalar, ainda se observa um fraco nível de divulgação de informações associadas a certas categorias, essencialmente informações sobre as projeções futuras. Sendo assim, e conforme mencionado na metodologia, dividiu-se as empresas em função do nível de divulgação obtido nesta análise: empresas com pontuações “acima da média” (nível 1) e “abaixo da média” (nível 2).

No primeiro grupo destacam-se as empresas CTT, Teixeira Duarte, EDP, REN e Semapa, com níveis de divulgação variando de cerca de 48% a 63% e no segundo grupo a EDPR e a Impresa com os menores níveis de divulgação entre as empresas da amostra (abaixo dos 20%).

Mais se verifica que, em termos médios, as empresas estudadas divulgam 39,67% da informação considerada no índice de divulgação aplicado. Branco e Góis (2013) e Santos e Martins (2016) também estudaram o nível de divulgação de informação em Portugal e, enquanto o primeiro verificou que no período de 2010 as empresas divulgavam em média 51,45% da informação analisada, o segundo autor constatou que entre o período de 2008-2012 as empresas portuguesas divulgavam 62% da informação analisada no índice.

O nível de divulgação obtido em termos médios neste estudo é relativamente baixo face aos resultados dos autores referidos. Este dado pode ser explicado pelo facto de se estar a analisar, aqui, o nível de divulgação da informação mais tempestiva, ou seja, intercalar. Entende-se também que este fator pode indiciar a existência de uma importância maior atribuída aos relatórios anuais em relação aos relatórios intercalares, por parte das empresas do mercado bolsista português.

Quadro 19: IDI global por cada empresa

Empresas	Categoria 1	Categoria 2	Categoria 3	Categoria 4	Categoria 5	Total Pontuações	% ID	Nível
CTT	9	5	4	1	7	26	63,41%	Nível 1
Teixeira Duarte	6	6	3	3	5	23	56,10%	Nível 1
EDP	7	3	4	2	6	22	53,66%	Nível 1
REN	6	6	2	0	8	22	53,66%	Nível 1
Semapa	7	4	2	3	4	20	48,78%	Nível 1
GALP	8	4	3	0	4	19	46,34%	Nível 1
Altri	5	5	2	0	6	18	43,90%	Nível 1
Portucel	5	4	2	2	5	18	43,90%	Nível 1
Nos	3	5	1	0	6	15	36,59%	Nível 2
Mota Engil	5	3	2	0	4	14	34,15%	Nível 2
Jerónimo Martins	2	5	2	1	3	13	31,71%	Nível 2
Sonae	2	6	0	0	3	11	26,83%	Nível 2
Pharol	3	4	0	0	3	10	24,39%	Nível 2
EDP Renováveis	6	1	0	0	0	7	17,07%	Nível 2
Impresa	2	3	1	0	0	6	14,63%	Nível 2
<b>Média</b>	<b>5,07</b>	<b>4,27</b>	<b>1,87</b>	<b>0,80</b>	<b>4,27</b>	<b>16,27</b>	<b>39,67%</b>	

Fonte: Elaboração Própria

Do ponto de vista setorial, tal como se mencionou no subponto 4.1, as empresas de determinado setor de atividade possuem características próprias na estruturação dos respetivos relatórios e contas. Porém, a análise do nível de divulgação neste contexto permite evidenciar as assimetrias existentes aquando da divulgação de informação intercalar, conforme se pode constatar no quadro a seguir.

Quadro 20: IDI - Setor de atividade

Setor /categoria	Construção	Energia	Pasta e Papel	Retailho	Telecomunicações
Categoria 1	5,50	6,75	5,67	2,00	4,25
Categoria 2	4,50	3,50	4,33	5,50	4,25
Categoria 3	2,50	2,25	2,00	1,00	1,50
Categoria 4	1,50	0,50	1,67	0,50	0,25
Categoria 5	4,50	4,50	5,00	3,00	4,00
Total das médias	18,50	17,50	18,67	12,00	14,25
<b>Média % (IDI)</b>	<b>45,12%</b>	<b>42,68%</b>	<b>45,53%</b>	<b>29,27%</b>	<b>34,76%</b>

Fonte: Elaboração Própria

Apesar de se pretender, com o quadro 20, realçar o nível de divulgação em média de cada setor de atividade, pode-se verificar também as pontuações obtidas por cada categoria de informação, em termos médios. Por um lado, os setores de atividade “Pasta e Papel” e “Construção” apresentam um nível de divulgação de mais de 45%, destacando-se como os setores com maiores IDI’s e, por outro, o setor de “Retalho” apresenta-se em desvantagem face aos restantes, por possuir o nível de divulgação mais reduzido (29,27%). Este resultado não é extraordinário atendendo que, enquanto as empresas do setor da “Pasta e Papel” pertencem ao grupo ou nível 1 e se caracterizam como aquelas empresas cujo nível de divulgação está acima da média, as empresas do setor do “Retalho” pertencem ao grupo de empresas que possuem os níveis de divulgação abaixo da média, conforme se pode verificar no quadro 19, na página anterior. Deste modo, e para melhor compreensão da análise posterior, destaca-se a seguir o nível de divulgação, em média, das empresas tendo em conta o grupo a que pertencem.

Quadro 21: IDI por grupos de empresas

Grupos de divulgação	Nº empresas	% (IDI)
Nível 1	8	51,22%
Nível 2	7	26,48%

Fonte: Elaboração própria

#### 4.1.3 Nível de divulgação da informação vs. Características das empresas

Depois de analisado o nível de divulgação da informação intercalar, tendo por base os relatórios e contas relativos ao primeiro semestre de 2015 das empresas que constituem a amostra, pretende-se verificar se existe uma possível relação entre o nível de divulgação de informação obtido e determinadas características fundamentais das empresas, sobretudo aquelas que enfatizam a performance financeira. Para o efeito, e tendo em conta os resultados obtidos do IDI em termos individuais e médios, pretende-se confrontá-los com os dados obtidos e relacionados com as características a estudar.

#### 4.1.3.1 *Nível de divulgação da informação Intercalar vs. ROA*

A relação entre o nível de divulgação da informação, voluntária ou obrigatória, e o ROA, tal como na literatura revista, também foi alvo de análise neste contexto. Os resultados obtidos podem ser verificados nos quadros 22 e 23 e evidenciam a relação entre as respetivas variáveis, tendo em conta os níveis de divulgação analisados e obtidos em termos individuais e em termos médios.

Quadro 22: IDI vs. ROA

Empresas	% IDI	Nível	ROA (2015)		
			Semestral	Anual	Evolução
CTT	63,41%	Nível 1	4,90%	9,82%	101%
Teixeira Duarte	56,10%	Nível 1	1,59%	4,36%	175%
EDP	53,66%	Nível 1	3,40%	5,74%	69%
REN	53,66%	Nível 1	3,20%	6,10%	91%
Semapa	48,78%	Nível 1	3,40%	7,08%	108%
GALP	46,34%	Nível 1	2,68%	3,51%	31%
Altri	43,90%	Nível 1	6,16%	14,33%	131%
Portucel	43,90%	Nível 1	5,22%	11,64%	123%
Nos	36,59%	Nível 2	20,41%	43,47%	113%
Mota-Engil	34,15%	Nível 2	1,88%	3,29%	75%
Jerónimo Martins	31,71%	Nível 2	4,10%	9,12%	122%
Sonae	26,83%	Nível 2	2,79%	4,82%	73%
Pharol	24,39%	Nível 2	0,91%	5,20%	471%
EDPR	17,07%	Nível 2	1,90%	3,67%	93%
Impresa	14,63%	Nível 2	1,96%	1,72%	188%

Fonte: Elaboração Própria.

Quadro 23: IDI vs. ROA - Grupos de divulgação

Grupos de divulgação	Nº empresas	IDI	ROA (2015)	
			Semestral	Anual
Nível 1	8	51,22%	3,82%	7,82%
Nível 2	7	26,48%	5,51%	10,44%

Fonte: Elaboração Própria

Como se pode verificar, numa análise conjunta, as empresas do “nível 1” possuem em média um ROA inferior às empresas do “nível 2”, ou seja, as empresas cotadas no PSI 20 que, neste estudo, foram classificadas com um IDI acima da média, não possuem necessariamente uma rendibilidade superior àquelas que divulgam menos.

Relativamente à análise da evolução entre o primeiro semestre e final do exercício de 2015, os resultados mostram existir, em termos médios, uma evolução significativa nas empresas do “nível 1” (cerca de 104%), pelo que pode concluir que as empresas com maior IDI, num prazo inferior a 1 ano, tendem a maximizar o seu ROA.

#### 4.1.3.2 *Nível de divulgação da informação intercalar vs. RCP*

Conforme se referiu, a RCP é uma medida de eficiência privilegiada para os detentores do capital na medida em que permite avaliar o retorno do investimento, medindo o grau de remuneração dos mesmos. Sendo assim, espera-se que quanto maior for o nível de divulgação maior seja a probabilidade das deterem um RCP superior.

Quadro 24: IDI vs. RCP

Empresas	% (IDI)	Nível	RCP (2015)		
			Semestral	Anual	Variação
CTT	63,41%	Nível 1	18,20%	28,62%	57,28%
Teixeira Duarte	56,10%	Nível 1	4,59%	6,49%	41,53%
EDP	53,66%	Nível 1	4,76%	7,53%	58,29%
REN	53,66%	Nível 1	6,72%	10,00%	48,85%
Semapa	48,78%	Nível 1	4,24%	7,21%	70,05%
GALP	46,34%	Nível 1	1,38%	1,98%	43,96%
Altri	43,90%	Nível 1	16,41%	36,50%	122,49%
Portucel	43,90%	Nível 1	8,15%	16,17%	98,48%
Nos	36,59%	Nível 2	4,57%	7,78%	70,23%
Mota Engil	34,15%	Nível 2	2,04%	2,75%	34,57%
Jerónimo Martins	31,71%	Nível 2	9,12%	20,92%	129,52%
Sonae	26,83%	Nível 2	5,27%	9,77%	85,45%
Pharol	24,39%	Nível 2	N/A	N/A	N/A
EDPR	17,07%	Nível 2	1,02%	2,44%	138,02%
Impresa	14,63%	Nível 2	0,49%	8,00%	15,45%

Fonte: Elaboração Própria

Pela análise do quadro 24 verifica-se que a maior parte das empresas com o “nível 1” possui RCP’s mais elevados que as empresas com nível 2, ao fim do ano 2015, com destaque para a Altri e os CTT, que possuem os valores mais elevados de RCP.

Porém, essa análise pode ser feita e melhorada, sob o ponto de vista da classificação das empresas quanto ao seu nível de divulgação.

Quadro 25: IDI vs. RCP - Grupos de divulgação

Grupos de divulgação	Nº empresas	% (IDI)	RCP (2015)	
			Semestral	Anual
Nível 1	8	51,22%	8,05%	14,31%
Nível 2	7	26,48%	3,75%	8,61%

Fonte: Elaboração Própria

Ao contrário de Alsaeed (2006), Murcia e Santos (2009) e Branco e Góis (2013) que, apesar de analisarem os determinantes da divulgação voluntária baseado nos relatórios anuais, não encontraram nenhuma relação positiva entre a RCP e o nível de divulgação, os resultados obtidos aqui permitem concluir que o nível de divulgação da informação intercalar pode estar positivamente relacionado com o retorno dos detentores do capital, uma vez que a RCP é maior nas empresas do “nível 1”. Fardoud e Jabbari (2013) também verificaram esta relação, embora o estudo se baseasse nos relatórios individuais e anuais.

Contudo, relembra-se que esta análise necessitaria de uma maior robustez, aplicando um modelo de regressão e controlando o efeito de outras variáveis.

#### 4.1.3.3 *Nível de divulgação da informação intercalar vs. Nível de endividamento*

A análise desta relação incidiu em duas perspectivas: a perspectiva do passivo total e do passivo remunerado. Este rácio além de determinar a dependência da empresa face ao capital alheio, reflete a proporção do passivo (total ou remunerado) no total das fontes de financiamento da empresa. Espera-se, no entanto, que empresas com maiores níveis de divulgação estejam propensas a obterem mais financiamento e consequentemente um nível de endividamento maior.



Quadro 26: IDI vs. Nível de Endividamento

Empresas	%IDI	Nível	Endividamento - Passivo Total (2015)		Endividamento - Passivo remunerado (2015)	
			Semestral	Anual	Semestral	Anual
CTT	63,41%	Nível 1	82,40%	77,50%	0,49%	0,72%
Teixeira Duarte	56,10%	Nível 1	82,04%	81,89%	48,83%	48,92%
EDP	53,66%	Nível 1	70,85%	71,50%	46,14%	45,30%
REN	53,66%	Nível 1	76,10%	74,70%	56,11%	55,38%
Semapa	48,78%	Nível 1	71,41%	72,18%	46,65%	49,39%
GALP	46,34%	Nível 1	51,60%	51,63%	26,63%	27,77%
Altri	43,90%	Nível 1	74,45%	73,03%	58,50%	57,19%
Portucel	43,90%	Nível 1	50,38%	50,03%	5,94%	29,93%
Nos	36,59%	Nível 2	65,66%	64,27%	40,30%	38,89%
Mota Engil	34,15%	Nível 2	84,92%	86,45%	40,16%	37,67%
Jerónimo Martins	31,71%	Nível 2	68,21%	70,12%	14,41%	12,34%
Sonae	26,83%	Nível 2	64,79%	65,65%	33,77%	30,10%
Pharol	24,39%	Nível 2	2,46%	3,17%	0,01%	0,04%
EDP Renováveis	17,07%	Nível 2	55,85%	56,57%	28,91%	26,82%
Impresa	14,63%	Nível 2	67,45%	57,29%	45,85%	49,43%

Fonte: Elaboração Própria

Pela análise do quadro 26, por um lado é observável a existência de um maior número de empresas pertencentes ao nível 1 com maiores níveis de endividamento, apesar da Mota-Engil (nível 2) possuir entre as empresas estudadas o maior valor neste indicador. Por outro lado, perspetiva do passivo remunerado, além das empresas do “nível 1” apresentarem na sua maioria níveis de endividamento mais elevados, a Teixeira Duarte (nível 1) destaca-se por possuir o valor mais elevado deste indicador. A análise feita em termos individuais apresenta resultados mistos e não permite obter uma possível conclusão desta relação, facto que remete à uma análise em termos médios.

Quadro 27: IDI vs. Nível de Endividamento - Grupos de divulgação

Grupos de divulgação	Nº empresas	% (IDI)	Endividamento – Passivo total (2015)		Endividamento – Passivo remunerado (2015)	
			Semestral	Anual	Semestral	Anual
Nível 1	8	51,22%	69,90%	69,06%	36,16%	39,33%
Nível 2	7	26,48%	58,48%	57,65%	29,06%	27,90%

Fonte: Elaboração Própria

Quando analisado em termos médios, verifica-se que as empresas do nível 1 estão associadas a um nível de endividamento superior às empresas do nível 2, tanto na ótica do passivo total como na ótica do passivo remunerado. A evolução no nível de endividamento (passivo remunerado) nas empresas do nível 1, pode refletir uma maior propensão das empresas com níveis de divulgação aceitáveis em obter mais financiamentos num prazo inferior a um ano.

Poucos foram os autores revistos na literatura que encontraram uma associação positiva entre o nível de divulgação da informação e o endividamento. Os resultados obtidos por Fardoud e Jabbari (2013) e Hassan *et al.* (2006) refletem uma relação positiva entre o endividamento e o nível de divulgação da informação, apesar do último relacionar com a divulgação obrigatória. Mazzioni e Klann (2016) e, curiosamente, Branco e Góis (2013), pelo facto de estudar o mercado bolsista português, definiram esta variável como um dos determinantes da divulgação da informação, porém enfatizam que quanto menor for o nível de endividamento maior será o nível de divulgação da informação financeira.

#### *4.1.3.4 Nível de divulgação da informação intercalar vs. Dimensão da empresa*

A dimensão da empresa é, também na literatura revista, relacionada positivamente com o nível de divulgação da informação corporativa, voluntária ou obrigatória. Espera-se, no entanto, que as empresas com um nível de divulgação da informação intercalar acima da média sejam aquelas que possuam uma dimensão maior, isto é, um ativo ou volume de negócios superior.

Quadro 28: IDI vs. Dimensão da empresa

Empresas	%IDI	Nível	Ativo (2015)		VN (2015)		Evolução	
			Semestral	Anual	Semestral	Anual	Ativo	VN
CTT	63,41%	Nível 1	1.222.818	1.119.472	360.201	705.169	-8,45%	95,77%
Teixeira e Duarte	56,10%	Nível 1	2.942.516	2.861.831	684.482	1.411.906	-2,74%	106,27%
EDP	53,66%	Nível 1	42.320.524	42.536.965	7.888.801	15.414.510	0,51%	95,40%
REN	53,66%	Nível 1	4.688.963	4.589.953	265.034	537.096	-2,11%	102,65%
Semapa	48,78%	Nível 1	4.230.753	4.068.290	1.029.707	2.132.336	-3,84%	107,08%
GALP	46,34%	Nível 1	13.521.854	12.793.031	8.176.158	15.516.501	-5,39%	89,78%
Altri	43,90%	Nível 1	1.199.415	1.195.241	308.243	656.974	-0,35%	113,14%
Portucel	43,90%	Nível 1	2.483.929	2.429.883	794.924	1.628.023	-2,18%	104,80%
Nos	36,59%	Nível 2	3.015.379	2.976.494	693.735	1.429.868	-1,29%	106,11%
Mota Engil	34,15%	Nível 2	4.084.020	5.115.827	1.074.418	2.433.640	25,26%	126,51%
Jerónimo Martins	31,71%	Nível 2	5.159.352	5.332.715	6.643.998	13.727.960	3,36%	106,62%
Sonae	26,83%	Nível 2	5.215.245	5.224.560	2.328.966	5.014.243	0,18%	115,30%
Pharol	24,39%	Nível 2	1.025.408	309.144	N/A	N/A	-69,85%	N/A
EDP	17,07%	Nível 2	15.354.111	15.736.157	689.166	1.349.605	2,49%	95,83%
Impresa	14,63%	Nível 2	424.741	312.949	110.290	1.220.822	-26,32%	1006,92%

Fonte: Elaboração Própria.

Numa análise individual entre as empresas da amostra utilizada, pode-se comprovar que as empresas do “nível 1” possuem maioritariamente uma dimensão superior que as empresas do “nível 2”, com maior destaque a EDP. Esta análise pode ser comprovada no quadro 29, que reflete os resultados em termos médios por grupos de empresas tendo em conta o ID obtido. Importa referir que para efeitos do cálculo da média do VN das empresas do “nível 2”, não se teve em conta a empresa Pharol.

Quadro 29: IDI vs. Dimensão da empresa - Grupos de divulgação

Grupos de divulgação	Nº empresas	ID	Ativo (2015) M€		VN (2015) M€	
			Semestral	Anual	Semestral	Anual
Nível 1	8	51,22%	9.076.346	8.949.333	2.438.444	4.750.314
Nível 2	7	26,48%	4.896.894	5.001.121	1.923.429	3.596.591

Fonte: Elaboração Própria.

Verifica-se precisamente que as empresas com maiores níveis de divulgação possuem, em média, montantes de ativo ou volume de negócios, isto é, uma dimensão maior que as empresas com o nível de divulgação abaixo da média (nível 2).

Este resultado vem confirmar os resultados obtidos em diversos estudos<sup>5</sup>, inclusive o estudo de Branco e Góis (2013), que verificou um efeito positivo do tamanho ou dimensão da empresa no nível de divulgação voluntária no mercado bolsista cotações oficiais da *Euronext Lisbon* a 31 de dezembro de 2010. Apesar disto, os resultados obtidos neste estudo não vão de encontro com os estudos de Fardoud e Jabbari (2013) e Mazzioni e Klann (2016). Estes autores não encontraram uma associação positiva entre a divulgação da informação financeira e a dimensão da empresa, apesar de se basearem nos relatórios anuais. Hassan *et al.* (2006) apesar de verificarem também uma associação positiva entre esta variável e a divulgação da informação voluntária, não constatarem uma relação com a divulgação da informação obrigatória.

Mais se constata, pela análise da evolução das variáveis, que as empresas com maiores IDI tendem, por um lado, a minimizar o seu stock e, por outro, maximizar o volume de negócios num prazo inferior a um ano, uma vez que a respetiva evolução se dá pela seguinte forma:

- Evolução Ativo: -1,40% vs. +2,13%;
- Evolução VN: +94,81% vs. +86,99%

#### 4.1.3.5 *Nível de divulgação da informação intercalar vs. Nível de Internacionalização*

Por fim, mas não menos importante, a relação entre a divulgação da informação intercalar e o nível de internacionalização das empresas. Espera-se que neste âmbito, as empresas que mais atuam em mercados externos, detenham em média, melhores níveis de divulgação intercalar.

---

<sup>5</sup> Ahmed e Courtis (1999), Bhayani (2012), Hau e Danh (2017), Raffournier (1995), Meek *et al.* (1995), Murcia e Santos (2009), Alsaed (2006), Mendes-Da-Silva e Christensen (2004), Debreceeny *et al.* (2002), Bialek-Jaworska e Matusiewicz (2015)

Quadro 30: IDI vs. Internacionalização

Empresas	% (IDI)	Nível	Internacionalização (2015)		
			Semestral	Anual	Evolução
CTT	63,41%	Nível 1	11,11%	11,40%	2,65%
Teixeira Duarte	56,10%	Nível 1	81,60%	81,57%	-0,04%
EDP	53,66%	Nível 1	23,27%	22,89%	-1,66%
REN	53,66%	Nível 1	N/A	N/A	N/A
Semapa	48,78%	Nível 1	32,28%	33,63%	4,19%
GALP	46,34%	Nível 1	N/A	N/A	N/A
Altri	43,90%	Nível 1	N/A	81,19%	81,19%
Portucel	43,90%	Nível 1	24,47%	25,67%	4,93%
Nos	36,59%	Nível 2	N/A	N/A	N/A
Mota Engil	34,15%	Nível 2	62,08%	63,08%	1,61%
Jerónimo Martins	31,71%	Nível 2	67,72%	67,06%	-0,97%
Sonae	26,83%	Nível 2	N/A	N/A	N/A
Pharol	24,39%	Nível 2	N/A	N/A	N/A
EDP Renováveis	17,07%	Nível 2	38,36%	38,49%	0,33%
Impresa	14,63%	Nível 2	N/A	N/A	N/A

Fonte: Elaboração Própria

Não se identificou nos relatórios e contas semestrais das empresas com “N/A” informações sobre o volume de negócios internacional e, por esta razão excluíram-se da análise efetuada neste contexto. É possível, no quadro abaixo, verificar a consistência do resultado obtido, porém em termos médios.

Quadro 31: IDI vs. Internacionalização - Grupos de divulgação

Grupos de divulgação	Nº empresas	% (IDI)	Internacionalização (2015)	
			Semestral	Anual
Nível 1	8	51,22%	34,55%	42,73%
Nível 2	7	26,48%	56,05%	56,21%

Fonte: Elaboração Própria

Verifica-se que as empresas do “nível 1” não possuem em média um nível de internacionalização maior que as empresas do “nível 2”, o que permite concluir que as boas práticas de divulgação da informação intercalar não estão diretamente relacionadas com o nível de internacionalização das empresas da amostra do presente estudo.

Estes resultados contrariam as conclusões obtidas por Raffournier (1995), Murcia e Santos (2009) e Mazzioni e Klann (2016) que encontraram uma associação positiva entre estas variáveis. A não verificação da coerência com a literatura revista pode se dever à reduzida dimensão da amostra e ser influenciada pela inexistência de informação que permita o cálculo desta variável, em algumas empresas analisadas.

. Porém, importa evidenciar a evolução significativa em termos médios, entre o primeiro semestre e final de 2015, cerca de 23,68% nas empresas do “nível 1” e 0,29% nas empresas do “nível 2”, facto que indicia que o nível de divulgação da informação intercalar tende a influenciar positivamente o nível de internacionalização das empresas analisadas, num período inferior a um ano, ou seja, a curto prazo.

## 5 Conclusões

O objetivo principal deste estudo foi examinar o nível de divulgação da informação financeira intercalar (relatórios semestrais) das instituições não financeiras portuguesas cotadas no índice PSI 20, no exercício económico de 2015. Posteriormente, pretendia-se relacionar esse nível de divulgação com determinadas características específicas das empresas, com enfoque na rendibilidade. Para medir o nível de divulgação da informação intercalar recorreu-se à análise de conteúdo e aplicou-se o índice de divulgação criado por Santos e Martins (2016). As características empresariais estudadas compreendiam a rendibilidade (dos ativos e do capital próprio), o nível de endividamento (incluindo a ótica do passivo remunerado), a dimensão da empresa e a por fim o seu nível de internacionalização.

Os principais resultados indicam que o nível de divulgação da informação intercalar das empresas estudadas é em média de 39,67%. Em termos totais as categorias “Histórico dos resultados da empresa”, “Informações gerais” e “Gestão da empresa: discussão e análise” identificaram-se como aquelas que possuem maiores níveis de divulgação dentro da amostra utilizada. Com base no objetivo principal do estudo, as empresas foram divididas em dois grandes grupos (nível 1 e nível 2) em função dos níveis ou pontuações obtidas, onde se verifica que a CTT se destaca como a empresa com o maior nível de divulgação, sendo a Impresa, aquela que apresenta um IDI mais reduzido.

Adicionalmente, os resultados determinaram que em média, as empresas com maiores IDI não possuem efetivamente um ROA maior que as empresas com menores IDI. Relativamente à RCP, verificou-se que as empresas com maior nível de divulgação da informação intercalar, apresentam em média melhor rendibilidade para os investidores. Verificou-se também que as empresas do nível possuem um nível de endividamento maior que as empresas do nível 2, incluindo o nível de endividamento na ótica do passivo remunerado.

Tal como na maior parte da literatura, aqui, também se comprova que o nível de divulgação intercalar é, em média, maior nas empresas de grande dimensão, porém, contrariando a maior parte da literatura, os resultados obtidos neste estudo revelam que as empresas com maiores níveis de divulgação possuem, em média, um nível de internacionalização inferior àquelas com menores níveis.

Importa referir que os respetivos resultados estão unicamente relacionados com a amostra utilizada no período de 2015, fator que evidencia claramente uma das limitações do presente estudo e condiciona a robustez das conclusões da investigação. Assim, numa perspetiva futura, penso que pode ser feito um estudo de maior envergadura, neste contexto, contemplando um maior número de empresas e períodos mais alongados. Uma vez que se obteve um IDI bastante reduzido na categoria 4, sugere-se também que no futuro se analise o nível de divulgação da informação relativa a “projeções futuras” e os fatores explicativos dessa fraca divulgação, baseado, igualmente, num número maior de empresas e num período mais alargado. Acredita-se, contudo, que os resultados obtidos neste trabalho, contribuem de certa forma para a comunidade, a literatura em geral, para academia (professores e estudantes) bem como para entidades reguladoras, uma vez que demonstra a necessidade de se incentivar ainda mais a divulgação de informação nos relatórios intercalares das empresas não financeiras do PSI 20.



## Referências Bibliográficas

- Ahmed, K., & Courtis, J. K. (1999). Associations between corporate characteristics and disclosure levels in annual reports: A meta-analysis. *British Accounting Review*, 35-61.
- Alencar, R. C., & Lopes, A. B. (2005). Custo do Capital Próprio e Nível de Disclosure nas Empresas Brasileiras. Obtido em 19 de novembro de 2016, de [http://www.fucape.br/\\_public/producao\\_cientifica/2/Alencar-Custo%20do%20Capital%20Proprio%20e%20Nivel.pdf](http://www.fucape.br/_public/producao_cientifica/2/Alencar-Custo%20do%20Capital%20Proprio%20e%20Nivel.pdf)
- Alsaeed, K. (2006). The association between firm-specific characteristics and disclosure: The case of Saudi Arabia. *Managerial Auditing Journal The association between firm-specific characteristics*, 476-496.
- Bhayani, S. (2012). Association between Firm-Specific Characteristics and Corporate Disclosure: The Case of India. *International Conference on Business, Economics, Management and Behavioral Sciences*, (pp. 479-482). Dubai.
- Bialek-Jaworska, A., & Matusiewicz, A. (2015). Determinants of the level of information disclosure in financial statements prepared in accordance with IFRS. *Accounting and Management Information Systems*, 453-482.
- Botosan, C. A. (julho de 1997). Disclosure level and cost of equity capital. (A. A. Association, Ed.) *The Accounting Review*, 27.
- Botosan, C. A. (2006). Disclosure and the cost of capital: what do we know? *Accounting and Business Research*, 31-40.
- Botosan, C. A., & Plumlee, M. A. (2002). A re-examination of disclosure level and the expected cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 40, 21-40.
- Branco, L. P., & Góis, C. G. (2013). Relato Financeiro - A importância e os determinantes da divulgação voluntária. Análise da divulgação voluntária em Portugal. XIV congresso internacional de contabilidade e auditoria. Lisboa: OCC.
- Butler, M., Kraft, A., & Weiss, I. S. (2007). The effect of reporting frequency on the timeliness of earnings: The case of voluntary and mandatory interim reports. *Journal of Accounting & Economics*, 181-217.
- Cavaleiro, D. (9 de setembro de 2015). PSI - 20 continua a ter apenas 18 cotadas. *Jornal de Negócios*.

- Chen, K. C., Wei, K.-C. J., & Chen, Z. (2003). Disclosure, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital: Evidence from Asia's Emerging Markets. Obtido de <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.422000>
- Código das Sociedades Comerciais. (2015).
- Código dos Valores Mobiliários. (1999).
- Debreceeny, R., Gray, G. L., & Rahman, A. (2002). The determinants of Internet financial reporting. *Journal of Accounting and Public Policy*, 371-394.
- Decreto-Lei n.º 98/2015. (2 de junho). *Diário da República 1.ª série - 2 de junho de 2015*.
- Diamond, D. W., & Verrechia, R. E. (1991). Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital. *The Journal of Finance*, XLVI, 1325-1359.
- DIRETIVA 2014/95/UE DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO. (2014). *Jornal Oficial da União Europeia*.
- Doinea, O. (2008). THE INTERIM FINANCIAL REPORTING IN THE SPIRIT OF THE IAS 34 NORM. *Annals of the University of Petroșani*, 157-160.
- Fardoud, V. T., & Jabbari, H. (2013). The evaluation of relationship between firm-specific characteristics and unitary disclosure of the companies listed in Tehran stock exchange. *European Online Journal of Natural and Social Sciences*, 985-995.
- FASB. (2001). Financial Accounting Standard Board.
- Fathi, J. (2013). The Determinants of the Quality of Financial Information Disclosed by French Listed Companies. *Mediterranean Journal of Social Sciences*, 319-336.
- Fernandes, C., Peguinho, C., Vieira, E., & Neiva, J. (2014). *Análise Financeira - Teoria e Prática*. Lisboa: Edições Sílabo.
- Francis, J. R., Khurana, I. K., & Pereira, R. (2005). Disclosure Incentives and Effects on Cost of Capital around the World. *The Accounting Review*, 80, 1125-1162.
- Freire, M. D., Suzart, J. A., & Cunha, M. F. (2012). *Relação do Custo de Capital Próprio e Disclosure nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto*. XXXVI Encontro da ANPAD.
- Fu, R., Kraft, A., & Zhang, H. (2012). Financial reporting frequency, information asymmetry and cost of equity. *Journal of Accounting and Economics*, 54, 132-149.
- Grigoras-Ichim, C.-E., & Morosan-Daniilă, L. (2015). The Importance of Financial Interim Reporting for the Position of Companies. *The USV Annals of Economics and Public Administration*, 15, 182-188.

- Hail, L. (2002). The impact of voluntary corporate disclosures on the ex-ante cost of capital for Swiss firms. *European Accounting Review*, 11, 741-733.
- Hassan, O. A., Giorgioni, G., & Romily, P. (2006). The extent of financial disclosure and its determinants in an emerging capital market: the case of Egypt. *Int. J. Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 41-67.
- Hau, L. L., & Danh, L. C. (2017). Determinants of Corporate Disclosure in Financial Statements: Evidence from Vietnamese Listed Firms. *International Journal of Advanced Engineering, Management and Science*, 474-480.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (1993). The effect of firms' financial disclosure strategies on stock prices. *Accounting Horizons*, 7, 1-11.
- IAS 34 - Interim Financial Reporting. (1998).
- IASB. (2010). Conceptual Framework for Financial Reporting.
- International Accounting Standard Board. (2003). *IAS 1: Apresentações das demonstrações financeiras*.
- Kirch, G., Lima, J. B., & Terra, P. R. (2012). Determinants of Disclosure Timing for Financial Statements of Brazilian Public Companies. *Revista Contabilidade Finanças*, 173-186.
- Lakatos, E. M., & Marconi, M. d. (1992). *Metodologia Científica*. São Paulo: Atlas S.A.
- Lambert, R. A., Leuz, C., & Verrechia, R. E. (2009). Information Asymmetry, Information Precision, and the Cost of Capital. *NBER Working Paper No. 14881*, 1-44.
- Mazzioni, S., & Klann, R. C. (2016). Determinantes da qualidade da informação contábil sob a perspectiva das características empresariais. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 55-73.
- Meek, G. K., Roberts, C. B., & Gray, S. J. (1995). Factors influencing voluntary annual report disclosures by U.S., U.K. and continental European multinational corporations. *Journal of International Business Studies*, 555-578.
- Mendes-Da-Silva, W., & Christensen, T. E. (2004). *Determinants of Voluntary Disclosure of Financial Information on the Internet by Brazilian Firms*. doi: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.638082>
- Mensah, Y. M., & Werner, R. H. (2008). The capital market implications of the frequency of interim financial reporting: an international analysis. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 31, 71-104.

- Murcia, F. D.-R., & Santos, A. d. (2009). Fatores Determinantes do Nível de Disclosure Voluntário das Companhias abertas no Brasil. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 72-95.
- Neves, J. C. (2012). *Análise e Relato financeiro - Uma Visão Integrada de Gestão*. Lisboa: Texto Editores.
- Pardal, P. (2017). *Competitive Harm and Segment Reporting Under IFRS 8: Evidence from European Union Listed Firms*. ISCTE-IUL, Lisboa: Tese de Doutoramento.
- Raffournier, B. (1995). The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies. *The European Accounting Review*, 261-280.
- Regulamento da CMVM n.º 5/2008. (2008).
- Santos, I. R., & Martins, J. L. (2016). *Divulgação de Informação e o Custo de Capital nas empresas cotadas em Portugal*. Ordem dos Contabilistas Certificados. Obtido de <http://www.occ.pt/news/cicpublica2016/pdf/23.pdf>
- Serrasqueiro, Z. M., & Nunes, L. (2004). A Informação Contabilística na Tomada de Decisão dos Empresários e/ou Gestores, um estudo sobre pequenas empresas. *X Congresso de Contabilidade*, 1-10.
- Silva, A. S., & Pinto, J. M. (1996). *Metodologia das Ciências Sociais*. Porto.
- Silva, E. P., & Silva, A. C. (2011). *SNC - Manual de Contabilidade*. Rei dos Livros.
- Tian, Y., & Chen, J. (2009). Concept of Voluntary Information Disclosure and A Review of Relevant Studies. *International Journal of Economics and Finances*, 55-59.

## Apêndice 1: Índice de Divulgação de informação

1. Informações gerais da empresa
1.1 O Relatório de Gestão descreve qual a declaração das metas e/ou objetivos da Empresa?
1.2 O Relatório de Gestão define algum tipo de apresentação da estratégia corporativa da Empresa?
1.3 O Relatório de Gestão faz uma descrição geral do negócio da Empresa?
1.4 O Relatório de Gestão define quais são os principais produtos da Empresa?
1.5 O Relatório de Gestão define quais são os principais mercados da Empresa?
1.6 O Relatório de Gestão descreve qual a avaliação e política de avaliação do risco da Empresa?
1.7 O Relatório de Gestão menciona se existe Investigação e Desenvolvimento em curso?
1.8 O Relatório de Gestão menciona quais as projeções futuras que a Empresa pretende?
1.9 O Relatório de Gestão menciona o nº de ações em Bolsa da Empresa?
1.10 O Relatório de Gestão identifica quem são os principais concorrentes da Empresa?
1.11 Existem outras informações relevantes mencionadas?
2. Histórico dos resultados da empresa
2.1 Será que a Empresa informa sobre Rendibilidade sobre ROA ou apresenta informação suficiente para o seu cálculo?
2.2 Será que a Empresa informa sobre Rendibilidade sobre o ROE ou apresenta informação suficiente para o seu cálculo?
2.3 Será que a Empresa informa sobre a Margem de lucro ou apresenta informação suficiente para calcular a margem de lucro?
2.4 A Empresa apresenta algum resumo sobre vendas e lucro líquido nos últimos anos?
2.5 A Empresa apresenta informação sobre o cálculo do imposto?
2.6 A Empresa apresenta as Demonstrações Financeiras, Anexo, Fluxos de Caixa, Relatório de Gestão?
3. Informações não financeiras da empresa
3.1 A Empresa menciona o número de trabalhadores?
3.2 A Empresa menciona qual a remuneração média por trabalhador?
3.3 A Empresa menciona qual a percentagem de vendas sobre lançamento de novos produtos?
3.4 A participação da Empresa na Bolsa é mencionada?
3.5 As vendas estão detalhadas por produtos ou segmentos?
3.6 Os preços unitários (preços médios) dos produtos/bens são mencionados?
3.7 Existe informação sobre lançamento de novos produtos/serviços a serem lançados no mercado?
4. Projeções da empresa
4.1 Existe informação sobre a Quota de mercado prevista?
4.2 Existe informação sobre os Fluxos de caixa previstos?
4.3 Existe informação sobre as despesas de capital e/ou despesas de I&D previstos?
4.4 Existe informação sobre os resultados previstos?
4.5 Existe informação sobre as vendas previstas?
4.6 Existe informação sobre os custos previstos?
4.7 Existe informação sobre alterações dos preços?
5. Gestão da empresa: discussão e análise
5.1 Existe algum comentário sobre a variação nas vendas e prestação de serviços?
5.2 Existe algum comentário sobre a variação nos Resultados Líquidos?
5.3 Existe algum comentário sobre a variação nos custos das matérias consumidas e vendidas?
5.4 Existe algum comentário sobre a variação nos gastos do pessoal/administradores?
5.5 Existe algum comentário sobre a variação nas contas a receber?
5.6 Existe algum comentário sobre a variação no inventário?
5.7 Existe algum comentário sobre a variação nos ativos fixos?
5.8 Existe algum comentário sobre a variação nos gastos ou rendimentos financeiros?
5.9 Existe algum comentário sobre a variação nas despesas de capital e/ou despesas de I&D?
5.10 Existe algum comentário sobre a variação da cotação da empresa na Bolsa?

Fonte: Adaptado de Santos e Martins (2016)

## Apêndice 2: Síntese da Estrutura dos Relatórios e Contas - 1º semestre 2015

Construção		Energia				Pasta e Papel		
Mota Engil	Teix. Duarte	EDP	EDPR	GALP	REN	Altri	Portucel	Semapa
Destaques	Identificação da Sociedade	A EDP	Destaques	Sumário Executivo (destaques)	Desempenho Económico-financeiro	Introdução	Síntese dos principais indicadores	Principais acontecimentos e eventos subsequentes
Relatório de Gestão Consolidado Intercalar	Síntese dos indicadores	Desempenho	DF's Consolidadas	Principais indicadores	Demonstrações financeiras Consolidadas	Evolução Bolsista	Análise dos resultados	Síntese da atividade do grupo
Informação Financeira Consolidada Intercalar	Destaques	Governo da sociedade	Base de Ativos	Atividade de explor. E prod. (regiões de negócio)	Anexo às DF's	Análise financeira	Desenvolvimento estratégico	Áreas de negócios do grupo
Informações Obrigatórias (artigo 246.º CVM)	Demonstrações financeiras consolidadas	Demonstrações financeiras	Investimento Operacional e PP&E	Desempenho operac. e financeiro (p/área de negócio)	Declaração de conformidade (art 246.º do CVM e alínea c) do n.º 1 do artigo 9.º do Regulamento da	Perspetivas Futuras	Situação financeira (cash flow)	Área financeira do grupo
		Anexos	Desempenho: operacional, financeiro	Informação Financeira		Governo das sociedades	Mercado de Capitais	Perspetivas futuras
			Fluxo de caixa	Ação Galp Energia		Disposições legais ( art. 246º, 1, C) do CVM e Artigo 14.º n.º 7 do Regulamento da CMVM n.º 5/2008)	Perspetivas futuras	Declarações legais art. 246.º do CVM e art. 9.º a) e c), art.14.º n.º 7 do regulamento da CMVM n.º5/2008
			Dívida Líquida e Passivo c/ Investidores	Informação adicional		Declaração de responsabilidades	Eventos subsequentes	DF's Consolidadas
			Plataformas de atividade	Anexos e definições		DF's consolidadas	Informações obrigatórias: alínea c), nº 1, art. 246º do CVM; alíneas a) e c) do nº1 do artigo 9º e o nº 7 do artigo 14	Relatório de revisão das DFC's
			Dados trimestrais			Anexo	DF's consolidadas e notas	
			DF's Consolidadas				Relatório de revisão	

Apêndice 3: Síntese da Estrutura dos Relatórios e Contas - 1º semestre 2015 (continuação)

Retailho		Telecomunicações			
J. Martins	Sonae	Ctt	Impresa	Nos	Pharol
Mensagem do Presidente	Destaques e mensagem do CEO	Relatório de gestão intercalar (inclui declaração de conformidade - art. 246.º do CVM)	Principais factos (destaques)	Principais Indicadores	Análise dos resultados consolidados
Análise da vendas	Resultados por grupos económicos	Demonstrações financeiras consolidadas intercalares condensadas	Análise das Contas Consolidadas (receitas, custos e resultados por segmento de negócio)	Destaques	Evolução dos negócios
Análise dos resultados	Desempenho global	Outros documentos de informação societária	Resultados Operacionais por segmento	Órgãos Sociais	Principais riscos e incertezas
Balanço	Estrutura de capital	Relatório de auditoria	Perspetivas futuras	Relatório de gestão (inclui riscos e principais incertezas)	Participações qualificadas
Perspetivas Futuras	Informação corporativa (principais eventos e eventos subsequentes)		Anexo ao relatório de gestão	DFC's e anexos	Perspetivas futuras
Anexo ao relatório consolidado de gestão	Informação Adicional		DF's Consolidadas e anexo	Declaração Emitida para Efeitos da Alínea C) do nº1 do Artº 246º do CVM	Declaração do conselho de administração
Outras Informações (art. 9.º a) e c), art. 14.º nº 7 do regulamento da CMVM nº5/2008)	Informação com base nos artigos 9º, nº 1, alínea a) e 14º, nº 7 do Regulamento da CMVM nº 05/2008				DFC's e anexo
Declaração do conselho de administração	DF's Consolidadas			Perspetivas futuras (1s)	Informação adicional aos acionistas
DF's Consolidadas e anexo					

Fonte: Elaboração Própria

Apêndice 4: Análise da divulgação – Categoria 1

Índice de Divulgação de Informação, Santos e Martins (2016)	Construção		Energia				Pasta e Papel		
	Mota Engil	Teixeira e Duarte	EDP	EDPR	GALP	REN	Altri	Portucel	Semapa
<b>1. Informações gerais da empresa</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>7</b>
1.1. O Relatório de Gestão descreve qual a declaração das metas e/ou objetivos da Empresa?	1	0	1	1	1	1	0	0	0
1.2. O Relatório de Gestão define algum tipo de apresentação da estratégia corporativa da Empresa?	0	0	1	1	1	1	1	1	0
1.3. O Relatório de Gestão faz uma descrição geral do negócio da Empresa?	1	1	1	1	1	1	1	0	1
1.4. O Relatório de Gestão define quais são os principais produtos/serviços da Empresa?	1	1	1	0	1	1	1	1	1
1.5. O Relatório de Gestão define quais são os principais mercados da Empresa?	1	1	1	1	1	0	0	1	1
1.6. O Relatório de Gestão descreve qual a avaliação e política de avaliação do risco da Empresa?	0	0	0	1	0	1	0	0	0
1.7. O Relatório de Gestão menciona se existe Investigação e Desenvolvimento em curso?	0	0	0	0	1	1	0	0	1
1.8. O Relatório de Gestão menciona quais as projeções futuras que a Empresa pretende?	0	1	1	1	0	0	1	1	1
1.9. O Relatório de Gestão menciona o nº de ações em Bolsa da Empresa?	1	1	1	0	1	0	1	1	1
1.10. O Relatório de Gestão identifica quem são os principais concorrentes da Empresa?	0	0	0	0	0	0	0	0	1
1.11. Existem outras informações relevantes mencionadas?	0	1	0	0	1	0	0	0	0

Índice de Divulgação de Informação, Santos e Martins (2016)	Retalho		Telecomunicações			
	Jerónimo Martins	Sonae	Ctt	Impresa	Nos	Pharol
<b>1. Informações gerais da empresa</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>9</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
1.1. O Relatório de Gestão descreve qual a declaração das metas e/ou objetivos da Empresa?	0	0	0	0	0	0
1.2. O Relatório de Gestão define algum tipo de apresentação da estratégia corporativa da Empresa?	0	0	1	0	0	0
1.3. O Relatório de Gestão faz uma descrição geral do negócio da Empresa?	0	0	1	0	0	0
1.4. O Relatório de Gestão define quais são os principais produtos/serviços da Empresa?	1	0	1	1	1	0
1.5. O Relatório de Gestão define quais são os principais mercados da Empresa?	0	1	1	0	0	0
1.6. O Relatório de Gestão descreve qual a avaliação e política de avaliação do risco da Empresa?	0	0	1	0	1	1
1.7. O Relatório de Gestão menciona se existe Investigação e Desenvolvimento em curso?	0	0	1	0	0	0
1.8. O Relatório de Gestão menciona quais as projeções futuras que a Empresa pretende?	1	0	1	1	0	1
1.9. O Relatório de Gestão menciona o nº de ações em Bolsa da Empresa?	0	0	1	0	1	0
1.10. O Relatório de Gestão identifica quem são os principais concorrentes da Empresa?	0	0	0	0	0	0
1.11. Existem outras informações relevantes mencionadas?	0	1	1	0	0	1

Fonte: Elaboração Própria



Apêndice 5: Análise da divulgação - Categoria 2

2. Histórico dos resultados da empresa	Construção		Energia				Pasta e Papel		
	Mota Engil	Teix. Duarte	EDP	EDPR	GALP	REN	Altri	Portucel	Semapa
	3	6	3	1	4	6	5	4	4
2.1. Será que a Empresa informa sobre Rendibilidade sobre ROA ou apresenta informação suficiente para o seu cálculo?	0	1	0	0	1	1	1	0	0
2.2. Será que a Empresa informa sobre Rendibilidade sobre o ROE ou apresenta informação suficiente para o seu cálculo?	0	1	0	0	1	1	1	1	1
2.3. Será que a Empresa informa sobre a Margem de lucro ou apresenta informação suficiente para calcular a margem de lucro?	1	1	1	0	0	1	1	1	1
2.4. A Empresa apresenta algum resumo sobre vendas e lucro líquido nos últimos anos?	1	1	1	0	1	1	1	1	1
2.5. A Empresa apresenta informação sobre o cálculo do imposto?	0	1	0	0	0	1	0	0	0
2.6. A Empresa apresenta as Demonstrações Financeiras, Anexo, Fluxos de Caixa, Relatório de Gestão?	1	1	1	1	1	1	1	1	1

2. Histórico dos resultados da empresa	Retalho		Telecomunicações			
	Jerónimo Martins	Sonae	Ctt	Impresa	Nos	Pharol
	5	6	5	3	5	4
2.1. Será que a Empresa informa sobre Rendibilidade sobre ROA ou apresenta informação suficiente para o seu cálculo?	1	1	1	0	1	1
2.2. Será que a Empresa informa sobre Rendibilidade sobre o ROE ou apresenta informação suficiente para o seu cálculo?	1	1	1	0	1	1
2.3. Será que a Empresa informa sobre a Margem de lucro ou apresenta informação suficiente para calcular a margem de lucro?	1	1	1	1	1	1
2.4. A Empresa apresenta algum resumo sobre vendas e lucro líquido nos últimos anos?	1	1	1	1	1	1
2.5. A Empresa apresenta informação sobre o cálculo do imposto?	0	1	0	0	0	0
2.6. A Empresa apresenta as Demonstrações Financeiras, Anexo, Fluxos de Caixa, Relatório de Gestão?	1	1	1	1	1	0

Fonte: Elaboração Própria

### Apêndice 6: Análise da divulgação – Categoria 3

3. Informações não financeiras da empresa	Construção		Energia				Pasta e Papel		
	Mota Engil	Teixeira e Duarte	EDP	EDPR	GALP	REN	Altri	Portucel	Semapa
	2	3	4	0	3	2	2	2	2
3.1. A Empresa menciona o número de trabalhadores?	0	1	1	0	0	0	0	0	0
3.2. A Empresa menciona qual a remuneração média por trabalhador?	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3.3. A Empresa menciona qual a percentagem de vendas sobre lançamento de novos produtos?	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3.4. A participação da Empresa na Bolsa é mencionada?	1	1	1	0	1	1	1	1	1
3.5. As vendas estão detalhadas por produtos ou segmentos?	1	1	1	0	1	1	1	1	1
3.6. Os preços unitários (preços médios) dos produtos/bens são mencionados?	0	0	1	0	1	0	0	0	0
3.7. Existe informação sobre lançamento de novos produtos/serviços a serem lançados no mercado?	0	0	0	0	0	0	0	0	0

3. Informações não financeiras da empresa	Retalho		Telecomunicações			
	Jerónimo Martins	Sonae	Ctt	Impresa	Nos	Pharol
	2	0	4	1	1	0
3.1. A Empresa menciona o número de trabalhadores?	0	0	1	0	0	0
3.2. A Empresa menciona qual a remuneração média por trabalhador?	0	0	0	0	0	0
3.3. A Empresa menciona qual a percentagem de vendas sobre lançamento de novos produtos?	0	0	0	0	0	0
3.4. A participação da Empresa na Bolsa é mencionada?	1	0	1	0	1	0
3.5. As vendas estão detalhadas por produtos ou segmentos?	1	0	1	0	0	0
3.6. Os preços unitários (preços médios) dos produtos/bens são mencionados?	0	0	0	0	0	0
3.7. Existe informação sobre lançamento de novos produtos/serviços a serem lançados no mercado?	0	0	1	1	0	0

Fonte: Elaboração Própria

### Apêndice 7: Análise da divulgação - Categoria 4

4. Projeções da empresa	Construção		Energia				Pasta e Papel		
	Mota Engil	Teixeira e Duarte	EDP	EDPR	GALP	REN	Altri	Portucel	Semapa
	0	3	2	0	0	0	0	2	3
4.1. Existe informação sobre a Quota de mercado prevista?	0	1	0	0	0	0	0	0	0
4.2. Existe informação sobre os Fluxos de caixa previstos?	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4.3. Existe informação sobre as despesas de capital e/ou despesas de I&D previstos?	0	0	1	0	0	0	0	0	0
4.4. Existe informação sobre os resultados previstos?	0	1	1	0	0	0	0	0	1
4.5. Existe informação sobre as vendas/prestação de serviços previstos?	0	1	0	0	0	0	0	1	1
4.6. Existe informação sobre os custos previstas?	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4.7. Existe informação sobre alterações dos preços?	0	0	0	0	0	0	0	1	1

4. Projeções da empresa	Retalho		Telecomunicações			
	Jerónimo Martins	Sonae	Ctt	Impresa	Nos	Pharol
	1	0	1	0	0	0
4.1. Existe informação sobre a Quota de mercado prevista?	0	0	0	0	0	0
4.2. Existe informação sobre os Fluxos de caixa previstos?	0	0	0	0	0	0
4.3. Existe informação sobre as despesas de capital e/ou despesas de I&D previstos?	0	0	0	0	0	0
4.4. Existe informação sobre os resultados previstos?	0	0	0	0	0	0
4.5. Existe informação sobre as vendas/prestação de serviços previstos?	1	0	0	0	0	0
4.6. Existe informação sobre os custos previstas?	0	0	0	0	0	0
4.7. Existe informação sobre alterações dos preços?	0	0	1	0	0	0

Fonte: Elaboração Própria

## Apêndice 8: Análise da divulgação - Categoria 5

5. Gestão da empresa: discussão e análise	Construção		Energia				Pasta e Papel		
	Mota Engil	Teixeira e Duarte	EDP	EDPR	GALP	REN	Altri	Portucel	Semapa
	4	5	6	0	4	8	6	5	4
5.1. Existe algum comentário sobre a variação nas vendas e prestação de serviços?	1	1	1	0	1	1	1	1	1
5.2. Existe algum comentário sobre a variação nos Resultados Líquidos?	1	1	1	0	1	1	1	1	1
5.3. Existe algum comentário sobre a variação nos custos das matérias consumidas e vendidas?	0	0	1	0	1	1	1	0	0
5.4. Existe algum comentário sobre a variação nos gastos do pessoal/administradores?	0	0	0	0	0	1	0	1	0
5.5. Existe algum comentário sobre a variação nas contas a receber?	0	0	0	0	0	1	0	0	0
5.6. Existe algum comentário sobre a variação no inventário?	0	0	0	0	0	1	0	0	0
5.7. Existe algum comentário sobre a variação nos ativos fixos?	0	1	1	0	0	1	1	0	0
5.8. Existe algum comentário sobre a variação nos gastos ou rendimentos financeiros?	1	1	1	0	0	1	1	1	1
5.9. Existe algum comentário sobre a variação nas despesas de capital e/ou despesas de I&D?	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5.10. Existe algum comentário sobre a variação da cotação da empresa na Bolsa?	1	1	1	0	1	0	1	1	1

5. Gestão da empresa: discussão e análise	Retalho		Telecomunicações			
	Jerónimo Martins	Sonae	Ctt	Impresa	Nos	Pharol
	3	3	7	0	6	3
5.1. Existe algum comentário sobre a variação nas vendas e prestação de serviços?	1	1	1	0	1	0
5.2. Existe algum comentário sobre a variação nos Resultados Líquidos?	1	1	1	0	1	0
5.3. Existe algum comentário sobre a variação nos custos das matérias consumidas e vendidas?	0	0	0	0	1	0
5.4. Existe algum comentário sobre a variação nos gastos do pessoal/administradores?	0	0	1	0	1	1
5.5. Existe algum comentário sobre a variação nas contas a receber?	0	0	0	0	0	0
5.6. Existe algum comentário sobre a variação no inventário?	0	0	0	0	0	0
5.7. Existe algum comentário sobre a variação nos ativos fixos?	0	0	1	0	0	1
5.8. Existe algum comentário sobre a variação nos gastos ou rendimentos financeiros?	1	1	1	0	1	1
5.9. Existe algum comentário sobre a variação nas despesas de capital e/ou despesas de I&D?	0	0	1	0	0	0
5.10. Existe algum comentário sobre a variação da cotação da empresa na Bolsa?	0	0	1	0	1	0

Fonte: Elaboração Própria

A análise da divulgação de informação nos relatórios intercalares e sua relação com a performance empresarial

## Apêndice 9: Dados necessários para o cálculo dos indicadores, expressos em milhares de euros

Empresas	RO - 2015		Ativo - 2015		Passivo - 2015		Financiamento Bancário - 2015	
	Semestral	Anual	Semestral	Anual	Semestral	Anual	Semestral	Anual
PSI 20								
Ctt	59 864 €	109 932 €	1 222 818 €	1 119 472 €	1 007 560 €	867 637 €	5 935 €	8 114 €
Teixeira e Duarte	46 727 €	124 906 €	2 942 516 €	2 861 831 €	2 414 080 €	2 343 614 €	1 436 811 €	1 400 133 €
EDP	1 438 494 €	2 443 379 €	42 320 524 €	42 536 965 €	29 984 716 €	30 415 472 €	19 526 166 €	19 270 540 €
REN	149 947 €	280 095 €	4 688 963 €	4 589 953 €	3 568 360 €	3 428 664 €	2 630 752 €	2 542 000 €
Semapa	143 782 €	287 888 €	4 230 753 €	4 068 290 €	3 021 250 €	2 936 663 €	1 973 836 €	2 009 247 €
GALP	362 949 €	449 367 €	13 521 854 €	12 793 031 €	6 976 927 €	6 604 907 €	3 600 911 €	3 552 072 €
Altri	73 901 €	171 224 €	1 199 415 €	1 195 241 €	892 978 €	872 892 €	701 650 €	683 534 €
Portucel	129 653 €	282 853 €	2 483 929 €	2 429 883 €	1 251 296 €	1 215 620 €	147 480 €	727 149 €
Nos	615 505 €	1 293 946 €	3 015 379 €	2 976 494 €	1 979 974 €	1 912 972 €	1 215 195 €	1 157 444 €
Mota Engil	76 609 €	168 079 €	4 084 020 €	5 115 827 €	3 468 244 €	4 422 760 €	1 640 297 €	1 927 158 €
Jerónimo Martins	211 584 €	486 107 €	5 159 352 €	5 332 715 €	3 519 247 €	3 739 496 €	743 305 €	657 932 €
Sonae	145 491 €	252 027 €	5 215 245 €	5 224 560 €	3 379 087 €	3 429 766 €	1 761 155 €	1 572 487 €
Pharol	- 9 347 €	- 16 078 €	1 025 408 €	309 144 €	25 181 €	9 811 €	95 €	137 €
EDPR	292 267 €	577 838 €	15 354 111 €	15 736 157 €	8 575 044 €	8 902 048 €	4 438 998 €	4 220 270 €
Impresa	8 332 €	- 5 375 €	424 741 €	312 949 €	286 473 €	179 285 €	194 752 €	154 682 €

Empresas	RLP - 2015		CP - 2015		VN - 2015		VNI - 2015	
	Semestral	Anual	Semestral	Anual	Semestral	Anual	Semestral	Anual
PSI 20								
Ctt	39 165 €	72 065 €	215 258 €	251 835 €	360 201 €	705 169 €	40 013 €	80 406 €
Teixeira e Duarte	24 247 €	33 653 €	528 436 €	518 217 €	684 482 €	1 411 906 €	558 528 €	1 151 688 €
EDP	586 809 €	912 703 €	12 335 808 €	12 121 493 €	7 888 801 €	15 414 510 €	1 835 943 €	3 527 919 €
REN	75 275 €	116 115 €	1 120 603 €	1 161 289 €	265 034 €	537 096 €		
Semapa	51 244 €	81 530 €	1 209 503 €	1 131 627 €	1 029 707 €	2 132 336 €	332 389 €	717 125 €
GALP	90 049 €	122 566 €	6 544 927 €	6 188 124 €	8 176 158 €	15 516 501 €	N/A	N/A
Altri	50 272 €	117 656 €	306 438 €	322 350 €	308 243 €	656 974 €	- €	533 422 €
Portucel	100 454 €	196 404 €	1 232 633 €	1 214 263 €	794 924 €	1 628 023 €	194 503 €	417 990 €
Nos	47 309 €	82 720 €	1 035 405 €	1 063 522 €	693 735 €	1 429 868 €	N/A	N/A
Mota Engil	12 575 €	19 046 €	615 776 €	693 067 €	1 074 418 €	2 433 640 €	667 000 €	1 535 165 €
Jerónimo Martins	149 510 €	333 342 €	1 640 105 €	1 593 219 €	6 643 998 €	13 727 960 €	4 499 036 €	9 205 708 €
Sonae	96 711 €	175 306 €	1 836 158 €	1 794 794 €	2 328 966 €	5 014 243 €	- €	- €
Pharol	- 14 249 €	- 693 892 €	1 000 227 €	299 333 €	Operações continuadas			
EDPR	69 435 €	166 614 €	6 779 067 €	6 834 109 €	689 166 €	1 349 605 €	264 344 €	519 397 €
Impresa	673 €	10 697 €	138 268 €	133 664 €	110 290 €	1 220 822 €	- €	N/A

Fonte: Elaboração Própria